

ИНСТИТУТ ЗА ЕКОНОМИКУ ПОЉОПРИВРЕДЕ БЕОГРАД



Љиљана Рајновић и Рајко Буквић

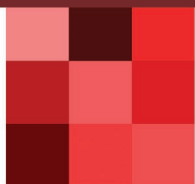


# КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ

**КАО ДЕО ПОСЛОВНЕ  
СТРАТЕГИЈЕ КОМПАНИЈА**



монографија



Београд, 2017.

**ИНСТИТУТ ЗА ЕКОНОМИКУ ПОЉОПРИВРЕДЕ БЕОГРАД**

Љиљана Рајновић и Рајко Буквић

**КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ КАО ДЕО  
ПОСЛОВНЕ СТРАТЕГИЈЕ КОМПАНИЈА**

Београд, 2017.

**ИНСТИТУТ ЗА ЕКОНОМИКУ ПОЉОПРИВРЕДЕ БЕОГРАД**

**КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ КАО ДЕО  
ПОСЛОВНЕ СТРАТЕГИЈЕ КОМПАНИЈА**

*Монографија*

**Аутори**

Љиљана Рајновић, научни сарадник  
Рајко Буквић, научни саветник

**Рецензенти**

Др Душко Димитријевић, дипл. правник – научни саветник  
Др Јонел Субић, виши научни сарадник  
Др Мирољуб Хацић, професор  
Др Милош Кастратовић, професор

**Издавач**

Институт за економику пољопривреде Београд

**За издавача**

Проф. др Јонел Субић, директор

**Штампа**

ДИС ПУБЛИК Д.О.О. Београд,  
Београд, Браће Јерковића 111-25, тел-факс (011)39-79-789

**Тираж**

300

**ISBN 978-86-6269-057-9**

Штампање монографије у целини је финансирало  
Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије

## САДРЖАЈ

<b>ПРЕДГОВОР</b> . . . . .	7
<b>I О КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЉАЊУ</b> . . . . .	9
1. Основни појмови о корпоративном управљању . . . . .	11
2. Појам и елементи корпоративног управљања . . . . .	13
2.1. Корпоративно управљање као једна од функција предузећа . . . . .	18
2.2. Интерни и екстерни аспект корпоративног управљања . . . . .	23
2.3. Облици организовања предузећа . . . . .	24
2.4. Закључне напомене о садржини корпоративног управљања . . . . .	30
3. Настанак корпоративног управљања . . . . .	32
3.1. Историјат настанка корпоративног управљања . . . . .	32
3.2. Општепозната правила о корпоративном управљању . . . . .	35
3.2.1. Права акционара . . . . .	37
3.2.2. Једнак третман акционара . . . . .	38
3.2.3. Улога других лица заинтересованих у корпоративном управљању . . . . .	39
3.2.4. Отварање информација и транспарентност . . . . .	40
3.2.5. Одговорност управе компаније . . . . .	41
<b>II КОНСТИТУЕНТИ ЗАИНТЕРЕСОВАНИ ЗА ПОСЛОВАЊЕ КОМПАНИЈА И АГЕНТСКИ (АГЕНЦИЈСКИ) ПРОБЛЕМ</b> . . . . .	45
1. Конституенти заинтересовани за пословање компаније . . . . .	45
1.1. Интерне интересне групе . . . . .	47
1.2. Спољне интересне групе . . . . .	50
2. Агентски (агенцијски) проблем . . . . .	53
2.1. Проблем корпоративног управљања – проблем одвојености власништва и управљања . . . . .	53

2.2. Три типа агентског проблема . . . . .	55
3. Начин решавања проблема принципал – агент . . . . .	59
3.1. Неопходност јасног дефинисања обавеза менаџера . . . . .	61
3.2. Да ли предузећима треба управљати у интересу акционара . . . . .	63
3.3. Шта је интерес акционара . . . . .	65
3.4. Максимизација тржишних вредности акција. . . . .	68
3.5. Могућа решења . . . . .	72
3.6. Нека практична решења и импликације . . . . .	73
3.7. Могућа решења агенцијског проблема . . . . .	74
3.7.1. Награђивање менаџмента . . . . .	76
3.7.2. Репутација менаџмента . . . . .	78
3.7.3. Фидуцијарна дужност менаџера . . . . .	78
3.7.4. Установљење контроле рада менаџера . . . . .	80
3.7.5. Укрупњавање власништва над акцијама . . . . .	83
3.7.6. Заштита права мањинских акционара . . . . .	85
3.7.9. Тржиште капитала . . . . .	86
3.7.10. Непријатељско преузимање компаније . . . . .	87
3.7.11. Борба за заступничке гласове на скупштини акционара. . . . .	88
4. Корпоративно управљање у упоредном праву . . . . .	90
5. Корпорација и корпоративна управа. . . . .	92
<b>III СИСТЕМИ УПРАВЉАЊА КОМПАНИЈАМА . . . . .</b>	<b>99</b>
1. Управљање у компанијама . . . . .	99
2. Системи управе у друштвима капитала у упоредном праву . . . . .	100
3. Идеја уједначавања система управе у компанијама. . . . .	106
4. Организација управног и надзорног одбора. . . . .	107
5. Друштвено одговорно пословање . . . . .	117
6. Решавање интереса власника капитала и других конституената . . . . .	138

<b>IV УТИЦАЈ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА НА ПОСЛОВАЊЕ КОМПАНИЈА</b> . . . . .	145
1. Утицај корпоративног управљања на пословање компанија . . . . .	145
2. Повољнија тржишна позиција компанија . . . . .	147
3. Атрактивност за стицање свежег капитала . . . . .	148
4. Утицај корпоративног управљања на репутацију компанија . . . . .	150
<b>V РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА</b> . . . . .	153
1. Уводни део . . . . .	153
2. Предмет истраживања . . . . .	158
2.1. Хипотезе које су предмет истраживања . . . . .	158
2.2. Методолошка објашњења . . . . .	160
2.3. Истраживање хипотеза . . . . .	162
2.3.1. Испитивање прве хипотезе . . . . .	162
2.3.2. Испитивање друге хипотезе . . . . .	164
2.3.3. Испитивање треће хипотезе . . . . .	166
3. Закључна разматрања резултата истраживања . . . . .	169
<b>VI СТАЊЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ</b> . . . . .	173
1. Историјат корпоративног управљања у Републици Србији . . . . .	173
2. Регулаторни оквир корпоративног управљања . . . . .	177
<b>VII МОГУЋА УНАПРЕЂЕЊА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ</b> . . . . .	181
1. Стање корпоративног управљања у Републици Србији . . . . .	181
2. Унапређење правног оквира корпоративног управљања и добре праксе . . . . .	183
3. Стање корпоративног управљања у акционарским друштвима . . . . .	184
3.1. Нека отворена питања . . . . .	186
3.1.1. Принудни откуп акција . . . . .	186
3.1.2. Одобрене неиздате акције . . . . .	195

3.1.3. Ко може бити акционар . . . . .	.197
3.1.4. Право гласа акционара . . . . .	.198
3.1.5. Право пречег уписа акција . . . . .	.199
3.2. Уређивање и одлучивање о испати дивиденди . . . . .	.201
3.3. Осврт на стицање и располагање сопствених акција друштва . . . . .	.203
3.4. Неке надлежности органа друштва . . . . .	.205
3.4.1. Извршни одбор акционарског друштва . . . . .	.205
3.4.2. Улога секретара друштва . . . . .	.205
4. Слобода понашања на тржишту и корпоративно управљање . . . . .	.206
5. Корупција и корпоративно управљање . . . . .	.208
<b>VIII ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА . . . . .</b>	<b>.211</b>
<b>IX ЛИТЕРАТУРА . . . . .</b>	<b>.215</b>
<b>ИЗВОДИ ИЗ РЕЦЕНЗИЈА . . . . .</b>	<b>.227</b>

## **ПРЕДГОВОР**

Монографија „Корпоративно управљање као део пословне стратегије предузећа” разматра улогу корпоративног управљања у пословању привредних субјеката у Републици Србији и у упоредноправној теорији и пракси.

У овој монографији приказују се истраживања суштине, структуре појма корпоративног управљања, начини његове реализације, повезаност са другим појавама у привредном животу предузећа и других привредних субјеката укључујући и државу.

Концептуални приступ у монографији развијен је у шест тематских целина. Свака од њих садржи детаљна научна сазнања аутора о корпоративном управљању, могућностима његове примене у пракси у Републици Србији, као и предностима које примена добрих правила корпоративног управљања пружа привредним друштвима и другим лицима.





## I O KОРПОРАТИВНОМ УПРАВЉАЊУ

Корпоративно управљање представља једну од најпопуларнијих тема у економској теорији и економским истраживањима у последњих двадесетак и нешто година, а његово унапређивање ургентан је и неизоставан захтев који се поставља не само пред сама предузећа, већ и пред законодавце, односно државу и њене органе заинтересоване за економски аспект корпоративног управљања, дакле за унапређивање квалитета пословања предузећа (компанија) и повећање њихове конкурентности.<sup>1</sup> И један и други истакнути моменат посебан значај имају у земљама које су прошле (или још пролазе) тзв. период транзиције, односно које су, како се то популарно каже, прешле на тржишно привређивање и тржишни привредни систем. Већи је број разлога атрактивности и популарности ове тематске области не само у тим земљама, већ и у ширим размерима. Б. Беговић и коаутори<sup>2</sup> наводе их следећих пет:

- 1) талас приватизације у целом свету, који је на дневни ред поставио питање како организовати пословање и, посебно, одлучивање у приватизованим предузећима;
- 2) талас интеграција (спајања и припајања, односно преузимања) корпорација током 1980-их у САД и 1990-их у Европи, који је показао да су многе од њих биле недовољно добро вођене (управљане)<sup>3</sup>;
- 3) битно повећање важности институционалних инвеститора, посебно пензијских фондова, што је у одређеној мери променило и функционисање и перцепцију управљања корпорацијама;
- 4) глобализација светског тржишта капитала, укључујући и његову дерегулацију, посебно у Европи, и

---

<sup>1</sup> Наравно, истицањем економских аспеката не негирамо нити потцењујемо значај корпоративног управљања као предмета истраживања у другим наукама – правним, социолошким, политичким итд. Међутим, како је истакао М. Васиљевић (М. С. Васиљевић, *Корпоративно управљање. Изабране теме*, Београд: Удружење правника у привреди Републике Србије, 2013, стр. 27), корпоративно управљање у Србији, и у смислу дефиниције, више је било предмет економске струке него правне.

<sup>2</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003, стр. 11.

<sup>3</sup> У питању су четврти (током 1980-их) и пети (током 1990-их) талас интеграција и аквизиција. Видети: Р. А. Gogan, *Integracije, akvizicije i restrukturiranje korporacija*, Novi Sad: Prometej, 2004, поглавље 2.

- 5) низ криза или скандала, који су показали слабо корпоративно управљање крајем 20. и почетком 21. века<sup>4</sup>.

У Србији корпоративно управљање постаје популарна тема негде пред крај последње деценије претходног века, као резултат покренутих процеса својинске трансформације и промене улоге и значаја приватног сектора у привреди. Ипак, и после скоро две деценије откако се њему придаје значајнија пажња, изгледа да је још увек релативно мали број друштава која заиста схватају дубину и сложеност ове теме. Проблеми и изазови у Србији изазвани су пре свега значајним заостајањем за корпоративним управљањем у свету. А оно је, са своје стране, проузроковано слабом законодавном и пратећом регулацијом (иако је последњих година учињен значајан корак у унапређењу законске и пратеће регулативе), историјским наслеђем, укључујући и (или можда пре свега) период тзв. самоуправног социјализма.

Ми, наравно, не сматрамо да су овим исцрпени сви узроци снажног пораста интересовања за проблеме корпоративног управљања, али сваки од наведених свакако представља један од важних чинилаца који су до тога довели.

Различити су модели управљања предузећима, не само међу земљама, већ и међу предузећима унутар једне земље, у оквиру једног типа својине, или унутар једне гране. Ипак, данас се сматра да су у светским оквирима издвојена три типа управљања:

- англосаксонски,
- немачки,
- јапански.

Проблеми корпоративног управљања у суштинском смислу појављују се с одвајањем својине и управљања, тј. с оним што је (у економској и сродним наукама) названо менаџерска револуција, према чувеном истраживању Берла и Минза. Они постоје, дакле, у оном типу предузећа који се дефинише као друштво капитала, при томе, по правилу, опет (или превасходно) само једна његова врста – акционарско друштво. У друштвима лица (ортачко и командитно), као и у друштву с ограниченом одговорношћу (иако у другом

---

<sup>4</sup> Скандали током процеса приватизације нису мимоишли ни наше компаније. Као један од еклатантних примера у литератури се истиче преузимање акционарског друштва Књаз Милош, у 2004. години (М. С. Васиљевић, *Корпоративно управљање. Изабране теме*, Београд: Удружење правника у привреди Републике Србије, 2013, стр. 32.) Ипак, по нашем мишљењу скандалознији је случај приватизације (продаје) Сартиде, коју је С. Антонић детаљно описао и окарактерисао као „највећа пљачка српске индустрије од времена комунистичке „национализације”” (С. Антонић, *Елита, грађанство и слаба држава*, друго издање, Београд: Службени гласник, 2009, стр. 54). Наравно, не смеју се заборавити ни већ чувене 24 приватизације, које су имале, и још увек имају и међународне импликације.

смислу), овакви проблеми по правилу не постоје. Разлог је једноставан – тамо нису нарушене претпоставке да власници сами управљају предузећем. Сетимо се да је једна од парола коју су користили заговорници приватизације и развлашћивања државе била управо на том трагу: „Не може држава боље да управља предузећем од (приватних) власника.” Кад је реч о власницима у друштвима лица и у друштвима с ограниченом одговорношћу, изгледа да ништа није спорно. Али, кад је реч о акционарским друштвима, проблем је компликованији.

## 1. Основни појмови о корпоративном управљању

У овом раду истражују се и анализирају правила корпоративног управљања, која су општеприхваћена и призната у највећем броју земаља с развијеним тржишним економијама, као и у многим земљама у развоју, предности њиховог увођења и примене, пре свега у акционарским друштвима али и другим друштвима капитала. Овај рад има за предмет приказ предности примене правила доброг корпоративног управљања, његове ефекте на унапређење економске ефикасности привредних друштава<sup>5</sup> у Републици Србији и упоредноправне аспекте овог веома значајног процеса у светским размерама.

У привредном животу привредни субјекти (компаније, корпорације и сва друга правна лица, физичка лица и држава), дакле, сва лица која доносе правне и економске одлуке, обављајући своју делатност, ступају у међусобне пословне односе, поводом којих се закључују уговори, регулисани законима, обичајима или пословном праксом уговорних страна. Поред односа у које привредни субјекти ступају својом вољом, постоје и односи који настају самом чињеницом регистрације компаније и обављања делатности а то су односи са спољним светом, државом, локалном заједницом, потрошачима, добављачима итд.

Идеја о корпоративном управљању настала је пре више од сто педесет година на територији садашње Велике Британије, истовремено с јачањем приватне својине у компанијама. Од тада па све до данашњих дана, корпоративно управљање је у целом свету врло атрактивно и динамично подручје, које је предмет континуираног научног истраживања али и истраживања учесника на тржишту, промене законодавства и пратеће регулативе, кодекса корпоративног управљања, аутономних корпорацијских правила, добрих пословних обичаја итд.

---

<sup>5</sup> У овом раду, термин привредно друштво има исто значење као термин предузеће, компанија, друштво када се мисли на привредно друштво, друштво капитала. Корпорација је назив правне форме обављања делатности, која издаје деонице. Дакле, то је форма привредног субјекта аналогна нашим акционарским друштвима. У највећем броју развијених земаља вредносна хартија (хартија од вредности) која се у нашем правном систему означава као „акција” носи назив „деоница”. Дакле, деоница је део основног капитала деоничких (акционарских) друштава.

Значајан фактор за одлуке о инвестирању је степен до кога се компаније придржавају основних принципа доброг корпоративног управљања. Уколико земље желе у пуној мери да искористе глобално тржишта капитала и ако желе да привуку дугорочни „стрпљиви” капитал, уређење корпоративног управљања мора да буде уверљиво и да поштује међународно признате принципе који се примењују у целом развијеном свету.

Корпоративним управљањем се уређује систем односа између управе друштва и самог друштва капитала, конституисан на основу уговора, уређен законом, уговором и пословном праксом, у циљу унапређења пословања и остваривања пословног успеха компаније на дуги рок, а самим тим и задовољењу интереса, пре свега акционара чији је интерес примарни и несумњив али и свих других конституената<sup>2</sup> заинтересованих за пословање привредног друштва, поверилаца, запослених, управе, јединице локалне самоуправе и државе у социолошком смислу.

Да би реализовала наведене циљеве, управа се обавезује да поступа с пажњом доброг привредника, на основу одлука скупштине друштва и под надзором надзорног органа као и спољашњим надзором независних тела и лица, уз одговарајућу, адекватну, стимулативну накнаду за свој рад, утврђену уговором<sup>6</sup>.

Министри Организације за економску сарадњу и развој – ОЕЦД одобрили су 1999. године Принципе корпоративног управљања<sup>7</sup>, чија је сврха да помогну владама земаља чланица ОЕЦД и другим земљама које нису чланице ОЕЦД у њиховим напорима да процене и побољшају правни, институционални и регулаторни оквир за корпоративно управљање у својим земљама, да обезбеде смернице и предлоге за брзе, инвеститоре, корпорације и друге учеснике у процесу развоја доброг корпоративног управљања.

Принципи корпоративног управљања су по правилу еволутивни и треба их посматрати у светлу значајних промена околности у различитим земљама, регијама и целом свету. Компаније морају уносити новине у праксу свог корпоративног управљања и прилагодити је тако да задовоље нове захтеве окружења и искористе нове могућности на тржишту, да би остале конкурентне у свету који се непрестано мења. Исто тако, владе земаља имају велику одговорност за формирање делотворног регулаторног оквира који пружа довољну флексибилност и омогућава ефикасно функционисање тржишта као и да одговори на очекивања акционара и других заинтересованих страна.

---

<sup>6</sup> Lj. Rajnović, Unapređenje korporativnog upravljanja u funkciji poboljšanja ekonomske efikasnosti privrednih društava. Međunarodna konferencija održana 03.10.2014. godine na temu „Menadžment, preduzetništvo i investicije u funkciji privrednog rasta i zapošljavanja”, 201–214, Beograd: Institut za poslovna istraživanja MBA, 2015.

<sup>7</sup> OECD Principles of Corporate Governance 1999, 2004.

Корпоративно управљање добија све већи значај у светском размерама са све већом глобализацијом, жељом компанија за моћи, из више разлога.

У целом свету је завршен талас приватизације државног, а у земљама источне Европе, дела Африке, Азије и Јужне Америке и друштвеног капитала. Својина над капиталом компанија је у највећем делу приватна, тако да су власници поставили питање, како на најбољи начин организовати компанију да би своју имовину сачували и увећали.

Током осамдесетих година дошло је до новог таласа интеграција, преузимања, спајања и припајања, у развоју тржишта капитала САД, као и десетак година касније у Европи, који је показао да су многе корпорације биле недовољно добро вођене, па су постале плен непријатељског преузимања. У исто време, на светском тржишту капитала, дошло је до појаве великог броја професионалних инвеститора, а нарочито пензијских фондова, што је захтевало промену у функционисању и перцепцији управљања компанијама.<sup>8</sup>

У развијеним земљама и земљама у транзицији, глобална економска криза је у први план истакла проблеме у вези с корпоративним управљањем. Опште познати колапс бројних компанија, губитак великог броја радних места, као и велики број људи који живе на граници сиромаштва или испод ње, довели су до питања о томе шта су узроци тренутног стања глобалне економије. Када се посматрају последице глобалне економске кризе, може се закључити да део проблема потиче из различитих слабости и неуспеха корпоративног управљања. Чак и поред увођења обавезујућих, препоручујућих, сугеришућих правила, кодекса и пракси корпоративног управљања, глобална економска криза је показала да је неопходна ефикаснија примена стандарда корпоративног управљања свуда у свету а нарочито у Србији где готово није ни заживела.

Следећи разлог представља појава великог броја системских криза и скандала, у којима се показало слабо корпоративно управљање, као што је азијска криза 1997, руска криза из 1998. и најновија банкротства и скандала у САД у периоду 2001, 2002. и годинама које су потом уследиле.

## 2. Појам и елементи корпоративног управљања

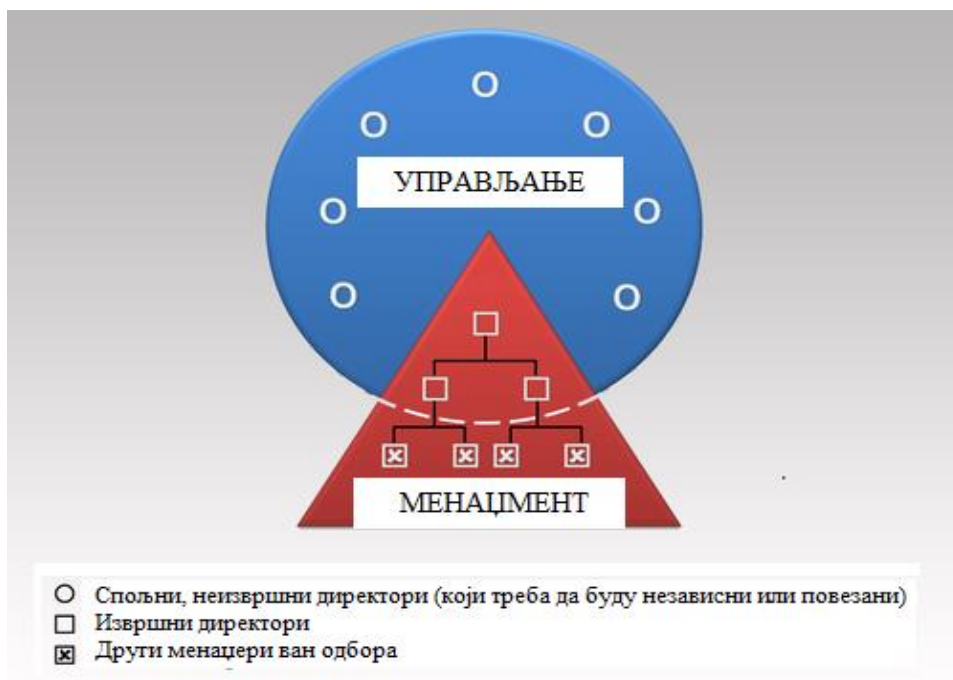
Назив Корпоративно управљање први је као наслов за своју књигу употребио Роберт Јан (Боб) Трикер 1984.<sup>9</sup> Трикер је био и оснивач и уредник утицајног часописа *Corporate Governance - an international review*, покренутог 1993.

---

<sup>8</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003, стр. 11.

<sup>9</sup> R. I. Tricker, *Corporate Governance. Practices, Procedures, and Powers in British Companies and their Boards of Directors*, Aldershot: Gower Publishing, 1984.

Трикер је такође разграничио појмове управљање и менаџмент – руковођење (вид. сл. 1), истакавши да се под менаџментом (руковођењем) подразумева вештина обављања сложених пословних задатака давањем инструкција и интеракцијом с актерима овог процеса, док корпоративно управљање подразумева стварање услова да се тај процес одигра по утемељеним правилима и прописима. Значај и заслуге Боба Трикера разлог су због чега га је Адријан Кедбери, још једно значајно име из ове научне области, сматрао оцем корпоративног управљања.



Слика 1. Однос менаџмента и корпоративног управљања  
Извор: [https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Bob\\_Tricker\\_-\\_Corporate\\_Governance1.png](https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Bob_Tricker_-_Corporate_Governance1.png)

Данас, после тридесетак година од објављивања Трикерове књиге, ипак, још увек не постоји јединствена дефиниција корпоративног управљања која се може применити на све ситуације и све правне системе, односно све земље. Разне дефиниције које постоје у великој мери зависе од институције или аутора од којих потичу, као и од саме земље и њене (правне) традиције. С обзиром на значај и утицај које остварују, велика пажња се мора посветити у првом реду дефиницијама разних међународних организација и тела. Тако, Међународна финансијска корпорација (ИФЦ) дефинише корпоративно управљање као „структуре и процесе за вођење и контролу привредних

друштва”.<sup>10</sup> Оваквим одређењем ИФЦ препушта земљама и корпорацијама да, у зависности од конкретног случаја, саме одреде које су то структуре и односи који највише одговарају приликама у којима они egzистирају. Организација за економску сарадњу и развој (ОЕЦД), која је 1999. објавила своје Принципе корпоративног управљања<sup>11</sup>, детаљније дефинише корпоративно управљање, и то као „интерна средства помоћу којих се воде и контролишу акционарска друштва [...], а која обухватају групу односа између менаџмента друштва, његовог одбора, његових акционара и других носилаца интереса. Корпоративно управљање обезбеђује и структуру кроз коју се постављају циљеви друштва и утврђују средства за достизање тих циљева и праћење учинка. Добро корпоративно управљање треба да пружи одговарајућу стимулацију извршним руководиоцима и члановима одбора у друштву, како би следили циљеве који су у интересу друштва и акционара и омогућили ефикасан надзор, тиме подстичући друштва да ефикасније користе ресурсе”.<sup>12</sup> Као што се може видети, у овој дефиницији насупрот детаљнијем дефинисању стоји сужавање корпоративног управљања на само једну групу привредних друштава – на акционарска друштва. Велику популарност стекла је и дефиниција из Кедберијевог извештаја<sup>13</sup>, првог кодекса корпоративног управљања, објављеног 1992, према којој „корпоративно управљање је систем којим су компаније управљане и надзиране”.

Извесне разлике у овим дефиницијама релативизују се или елиминишу додатним објашњењима. Ако се тражи оно што је заједничко у њима, онда се може, на пример, истаћи да је корпоративно управљање одређено као скуп механизма кроз који фирма функционише у условима одвојености својине и управљања, како се то каже у једној од релевантних студија код нас<sup>14</sup>. Наравно, отворено је питање да ли је такво фокусирање доиста релевантно и оправдано.

У Србији одговарајућу улогу има *Кодекс корпоративног управљања* Привредне коморе Србије из 2012. године. За разлику од других кодекса корпоративног управљања код нас (Кодекс Београдске берзе из 2008, кодекси друштва капитала чијим се акцијама тргује на Београдској берзи, Кодекс Привредне коморе Србије из 2006. године), посвећених јавним акционарским друштвима, Кодекс Привредне коморе посвећен је свим

---

<sup>10</sup> Међународна финансијска корпорација, *Корпоративно управљање. Приручник*, треће издање, Београд, 2011, стр. 6.

<sup>11</sup> OECD Principles of Corporate Governance, Paris: OECD, 1999.

<sup>12</sup> *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris: OECD, 1999, стр. 5, 9. (Превод преузет из: *Корпоративно управљање. Приручник*, треће издање, Београд, 2011, стр. 6.)

<sup>13</sup> Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report), London: Gee, 1992, p. 15.

<sup>14</sup> Б. Беговић, М. Бисић, К. Ђулић, Б. Живковић, А. Јоловић и Б. Мијатовић. *Корпоративно управљање: пет година касније*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2008, стр. 9.



привредним друштвима. То је, по нашем мишљењу, више него оправдано. Разлог овог ширег приступа објашњен је у самом Кодексу: у Србији најбројнија друштва капитала су друштва с ограниченом одговорношћу, која, заједно с јавним предузећима, генеришу далеко већи део српског бруто друштвеног производа него јавна акционарска друштва. Јасно, наведени разлог, без обзира на његову значајну специфичну тежину, не би морао и смео да буде једини који такво решење опредељује. Према овом Кодексу, „Корпоративно управљање је скуп правила и понашања која одређују како се управља друштвима капитала и како се она контролишу, стратешки уређујући односе између менаџера, чланова надзорног одбора и одбора директора, чланова/акционара и осталих заинтересованих страна.”<sup>15</sup>

Шири приступ који је применила Привредна комора Србије показује да је и у привредничким круговима преовладало разумевање да је ограничавање корпоративног управљања само на један тип предузећа (привредних друштава, односно друштава капитала) неоправдано, или барем врло дискутабилно.

И дефиниције домаћих аутора, без претензија на њихово исцрпно навођење, показују одређене разлике, понекад и не баш тако мале. При томе се, наравно, као посебан аспект испољавају дефиниције које узимају у обзир економски<sup>16</sup> и правни<sup>17</sup> аспект корпоративног управљања.

---

<sup>15</sup> *Кодекс корпоративног управљања* Привредне коморе Србије, Београд, 2012, Речник појмова, стр. 4.

<sup>16</sup> Наведимо примера ради неколико. „Корпоративно управљање – начин, механизми и инструменти, односно целокупност вођења, управљања и владања предузећем, укључујући и остваривање контролне функције власника над менаџментом предузећа (корпорације).” (*Економски речник*, Београд: Економски факултет Универзитета у Београду, 2001, стр. 315.) „У најширем смислу корпоративно управљање може (се) схватити као систем помоћу ког власници предузећа (акционари или имаоци удела) контролишу менаџмент, како би тиме осигурали ефикасно пословање тог предузећа и осигурали максимизацију богатства његових чланова... те у том смислу оно означава и руковођење, моћ, дужност и утицај, одговорност и надзор.” (А. Лојпур, *Корпорацијско управљање у теорији и пракси приватизације*, Подгорца: Економски факултет, 2004.)

<sup>17</sup> „У правном смислу, корпоративно управљање могло би се дефинисати као специфичан заступнички однос између управе и акционарског друштва, настао на основу уговора и закона, у којем управа преузима обавезу управљања друштвом путем доношења пословних одлука у складу са стандардом доброг привредника у најбољем интересу друштва (а тиме и свих његових конституената, првенствено акционара), поступајући притом по одлукама скупштине друштва и уз њен надзор и надзор независних тела и лица, а то друштво се обавезује да јој исплати уговорену накнаду.” (М. С. Васиљевић, *Корпоративно управљање. Изабране теме*, Београд: Удружење правника у привреди Републике Србије, 2013, стр. 27.)

Као што се види, у неким од наведених дефиниција заправо су садржани не само оно што уобичајено зовемо дефиницијом<sup>18</sup>, већ и оно што представља предмет изучавања одређене науке, или научне дисциплине. Ако појам дефиниције посматрамо и прихватимо у том смислу (односно, ако прихватимо, уз потпуну свест да то није исправно, као дефиницију то што нуди наведени аутор<sup>19</sup>), онда све различите дефиниције корпоративног управљања можемо поделити у две групе.<sup>20</sup> Прва група дефиниција усмерена је на стварно понашање компанија, на њихове перформансе, раст, ефикасност, финансијску структуру, положај акционара и других заинтересованих субјеката итд. Такве „дефиниције” покривају питања из области корпоративног управљања унутар фирме, такве као: како функционише управни одбор, какву улогу имају накнаде менаџерима за остварене преформансе предузећа, какав је утицај политике према запосленима на пословање компаније, каква је улога разних актера и др.

Друга група „дефиниција” бави се нормативним питањима корпоративног управљања, дакле правилима под којима предузећа раде. Таква правила могу проистацати из разних извора, као што су законски, односно правни систем, правосуђе, финансијска тржишта, берзанска правила итд. Овде се разматрају проблеми утицаја нормативног амбијента на пословање предузећа. При томе, разликују се ужи и шири приступ. Ужи се оријентише на правила тржишта капитала код инвестирања у акције листираних (котираних) предузећа, као што су услови котирања, регулисање инсајдерског трговања, правила рачуноводства и објављивања рачуноводствених информација, заштита мањинских акционара, заштита спољних инвеститора од инсајдерске експропријације и др. Шири приступ сматра да је циљ доброг корпоративног управљања максимизација доприноса предузећа целокупној привреди (економији), тако да корпоративно управљање изучава односе између акционара, кредитора, запослених и корпорација, између финансијских тржишта, институција и корпорација и запослених и корпорација. Овај шири приступ може укључити, и то се све чешће дешава, и тзв. друштвену (социјалну) одговорност компаније у односу на шире друштвене интересе, као што су животна средина, радна снага, добротворна делатност.

---

<sup>18</sup> Овде имамо у виду тзв. карактеристичну дефиницију, која је одређена као прилично строго детерминисан процес (*Definitio fiat per genus proximum et differentiam specificam!*) и дуго сматрана за најсавршенији начин одређивања садржаја појма. С дидактичког аспекта овај вид дефиниције и данас је вероватно најпожељнији и најприхватљивији.

<sup>19</sup> Б. Мијатовић у: Б. Беговић, М. Бисић, К. Ђулић, Б. Живковић, А. Јоловић и Б. Мијатовић. *Корпоративно управљање: пет година касније*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2008, стр. 9.

<sup>20</sup> Б. Беговић, М. Бисић, К. Ђулић, Б. Живковић, А. Јоловић и Б. Мијатовић. *Корпоративно управљање: пет година касније*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2008, стр. 9–10.

Поменуте дефиниције истичу поједине, битне одредбе дефиниције корпоративног управљања, али је неспорно да не постоји једна систематизована дефиниција, којом би се обухватили суштински елементи појма корпоративно управљање, као целине. Ипак, уочава се да постоји неколико заједничких елемената који неспорно чине суштину корпоративног управљања, а то су:

- Корпоративно управљање неспорно представља систем односа између више страна заинтересованих за пословање друштва;
- У корпоративном управљању сусрећу се стране које имају исте интересе али и стране с различитим и понекад супротним интересима у зависности од ситуације у којој се налазе;
- Наведени односи заснивају се између: привредног друштва, управе друштва, већинских и мањинских акционара и других интересних група, које могу да обухвате шири или ужи круг лица у зависности од и правног оквира и обичаја посматране земље.

## 2.1. Корпоративно управљање као једна од функција предузећа

Видели смо, не само захваљујући објашњеном приступу Привредне коморе Србије, да је то што се назива корпоративним управљањем, заправо, исто оно што се код нас до скоро називало и проучавало као управљање предузећем<sup>21</sup>, у оквиру дисциплина као што су Економика предузећа или Економика и организација предузећа. Данас се ти традиционални називи замењују разним облицима менаџмента, или се пак уместо термина „предузеће” покушава установити термин „пословање” (Економика пословања). Ипак, без обзира на назив који се користи, управљање предузећем (или корпоративно управљање) односи се у суштини на вертикалну поделу функција у предузећу (вид. сл. 2). Наравно, овде имамо у виду корпоративно управљање у „ужем”, а не у ширем смислу, где ово друго подразумева управљање глобализованим светом од стране мултинационалних компанија.<sup>22</sup> Под функцијом у предузећу, при томе, подразумева се „скуп повезаних послова и поступака којима се најсврхосходније обављају задаци предузећа”<sup>23</sup>.

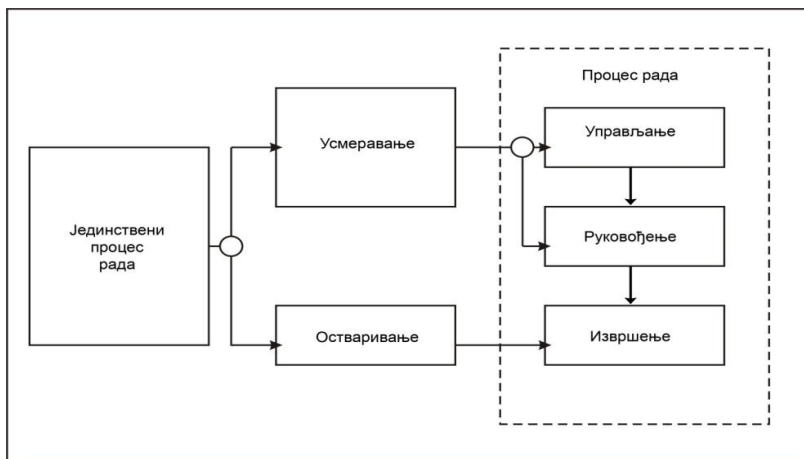
---

<sup>21</sup> У студији из 2003, која представља први шири рад на тему корпоративног управљања у Србији у време транзиције, експлицитно се тако и каже: „Корпоративно управљање, тј. управљање предузећима”. (Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003, стр. 11.)

<sup>22</sup> М. С. Васиљевић, *Корпоративно управљање. Изабране теме*, Београд: Удружење правника у привреди Републике Србије, 2013, стр. 83.

<sup>23</sup> Ово је практично општеусвојена дефиниција, која се може пронаћи у већини уџбеника посвећених економици предузећа или сродним дисциплинама. (Вид. на пример: М. Živković, *Ekonomika i organizacija poslovanja*, Београд: Megatrend univerzitet, 2007, стр. 319.)

---



Слика 2. Вертикална подела функција у предузећу

Извор: S. Kisić i M. Perović-Jovanović, *Ekonomika preduzeća. Principi i primena*, Beograd: : Savremena administracija, 1999, стр. 17.

Организациона шема приказана на сл. 2, наравно, сувише је упрошћена, и у себи крије много сложеније функције и односе који се успостављају у предузећу, односно уопште у организацији. Још је један од утемељивача (по многим и прави оснивач) менаџмента Анри Фајол (Henri Fayol, 1841–1925), пре више од сто година<sup>24</sup>, уопштавајући своја искуства стечена радом у само једној компанији<sup>25</sup>, истакао шест основних функција (група) у које се могу поделити сви радови у предузећу:

- техничка (производња, фабрикација, прерада-трансформација),
- трговачка (куповина, продаја, размена),
- финансијска (истраживање и јемство капитала),
- безбедносна (имовинска и лична),
- рачуноводствена (инвентари, биланси, цене коштања, статистика итд.), и
- административна (предрачуни, организација, поруџбине, узајамне везе и контрола).

Према Фајолу, ове групе радова (функције) постоје у предузећу увек, било оно мало или велико, при чему су првих пет група добро познате, док последња, административна, како је он назива у духу француског језика (тј. у

<sup>24</sup> А. Fajol, *Opšti i industrijski menadžment*, Novi Sad: Adžes, 2006, стр. 23. и даље. Фајолов рад објављен је 1916. године.

<sup>25</sup> Фајол је започео каријеру као рударски инжењер, а завршио ју је као успешан, прослављени генерални директор рударске компаније Compagnie de Commentry-Fourchambeau-Decazeville. На месту руководиоца компаније провео је тридесет година, од 1888. до 1918.

нашем, односно савременом смислу речи – управна) захтева детаљније претресање и објашњавање.<sup>26</sup> Као садржину (елементе) ове функције Фајол је истакао: предвиђање, организацију, командовање, координацију и контролу.<sup>27</sup> Задатак је административне (менаџерске) функције, по Фајолу, „да спреми општи програм за рад, за акцију предузећа, да образује његову снагу, да доведе у узајамну везу све снаге предузећа и да их упути на узајамно хармонијско дејство”.<sup>28</sup> Важно је истаћи да менаџерске активности, по Фајоловом схватању, нису ексклузивно право менаџмента, како то подвлаче М. Јовановић и коаутори<sup>29</sup>.

Фајол је истакао четрнаест принципа администрације (управљања), које је сам најчешће користио<sup>30</sup>:

1. подела рада,
2. ауторитет,
3. дисциплина,
4. јединство (командовања) заповедања,
5. јединство у управљању,
6. субординација (потчињавање) појединачних општим интересима,
7. награђивање,
8. централизација,
9. хијерархија,
10. наредба и ред,
11. правичност,
12. стабилност особља,
13. иницијатива,
14. удруживање, уједињавање и изједначавање особља.

Фајолови принципи прихваћени су у многим компанијама и дуго су и успешно примењивани. Ипак, развој привреде и организација донели су и одређене критике од 1960-их до наших дана, што је сасвим разумљиво, без обзира на њихову изузетну вредност и актуелност<sup>31</sup>. Ти недостаци показују се као неприлагођеност Фајолових принципа променама које се брзо дешавају у модерним организацијама, посебно у подручју процеса одлучивања и партиципације запослених, док се с друге стране Фајолова теорија може примењивати само у организацијама с изразито

---

<sup>26</sup> A. Fajol, *Opšti i industrijski menadžment*, Novi Sad: Adižes, 2006, стр. 23.

<sup>27</sup> A. Fajol, *Opšti i industrijski menadžment*, Novi Sad: Adižes, 2006, стр. 27, 81. и даље.

<sup>28</sup> A. Fajol, *Opšti i industrijski menadžment*, Novi Sad: Adižes, 2006, стр. 26.

<sup>29</sup> M. Jovanović-Božinov, M. Živković i T. Cvetkovski, *Organizaciono ponašanje*, Beograd: Megatrend univerzitet primenjenih nauka, 2003, стр. 29.

<sup>30</sup> A. Fajol, *Opšti i industrijski menadžment*, Novi Sad: Adižes, 2006, стр. 47. и даље.

<sup>31</sup> У Предговору обновљеног издања Бранко Матић истиче: „Сви ови принципи и данас представљају темељна питања теорије менаџмента, која су развијана и усавршавана, али без суштинских промена у односу на начин како их је Фајол дефинисао.” (A. Fajol, *Opšti i industrijski menadžment*, Novi Sad: Adižes, 2006, стр. 14.)

хијерархијском, пирамидалном структуром управљања, а модерне организације заснивају се на много флексибилнијим и мање централизованим моделима управљачке структуре.<sup>32</sup>

По савременим схватањима, основни задатак функције управљања у предузећу је усмеравање развоја предузећа. Тај задатак реализује се доношењем (и спровођењем) одлука о циљевима предузећа, о методама које треба применити у остваривању одабраних циљева (избор стратегије развоја) и о расподели резултата пословања, односно остварене добити. Као носиоци функције управљања по правилу се појављују власници предузећа. Конкретан облик органа управљања зависи од типа предузећа: у инокосном (сопственичком) предузећу то је сам власник, у ортачком друштву ортак (или ортаци), у командитном друштву комплементари, у акционарском друштву скупштина акционара, у јавним предузећима управни одбор итд.

Као процес одлучивања о кључним аспектима функционисања предузећа управљање обухвата неколико функција које обавља власник, односно менаџер (или неко посебно тело, орган) уколико је власник нека од управљачких овлашћења пренео на њега. Ту спадају следеће функције<sup>33</sup>.

1. Прва и најважнија од тих управљачких функција је аутономно и неприкосновено одлучивање о томе у коју делатност ће се пласирати капитал. Преусмеравање, или сељење<sup>34</sup>, капитала из једних у друге употребе (гране) представља интересом вођену активност. Власник капитала држаће, наиме, капитал инвестираним у одређено предузеће само док му је то рентабилно. Оног момента када то више није случај он ће га преусмерити (преалоцирати, преселити) на неку другу употребу. Тржишна привреда се управо заснива на слободи појединаца, власника капитала, да улажу свој капитал тамо где им је то најкорисније, тј. најпрофитабилније.<sup>35</sup> Процес сељења капитала значајно се променио од

---

<sup>32</sup> М. Јовановић-Боџинов, М. Живковић и Т. Цветковски, *Organizaciono ponašanje*, Београд: Мегатренд универзитет применjenih наука, 2003, стр. 30.

<sup>33</sup> Видети неки од стандардних уџбеника из економике предузећа или анализе пословања, на пример: Р. Буквић, *Анализа пословања предузећа*, Београд: Мегатренд универзитет, 2009, стр. 6–7.

<sup>34</sup> Сељење капитала традиционалан је појам класичне политичке економије којим се означава кључан процес функционисања слободне предузетничке привреде, у којој нема препрека пребацивању капитала из једне у другу грану, и њиме се обезбеђује несметан процес међугранске конкуренције.

<sup>35</sup> „Иако је сваки човек слободан да уложи свој капитал где му је воља, он ће природно трагати за улагањем које је најповољније; он ће природно бити незадовољан профитом од 10 одсто уколико премештањем свог капитала може да добије профит од 15 процената. Ова непрекидна жеља свих улагача капитала – да се реше мање профитабилног посла зарад неког повољнијег – има снажну тежњу да уједначи стопе профита свих, или да их учврсти у таквом међусобном односу који би, према процени заинтересованих, могао да надокнади предност коју један има,

времена класичних политекономиста, Смита, Сеја, Рикарда, па и Маркса, посебно повезано са све већом монополизацијом (односно, са све већим значајем монополских и олигополских тржишних структура) савремених привреда<sup>36</sup>, и с порастом тзв. иреверзибилних трошкова, што у значајној мери релативизује предности које овом процесу доносе огромно увећање значаја финансијског, односно акцијског капитала и лакоћа његовог премештања из једних у друге делатности. Процес сељења капитала у савременим условима све више се заснива на читавом низу истраживачких и аналитичких послова (анализе, предвиђања и планирања алтернативних активности).

2. Друга управљачка функција власника састоји се у контроли деловања менаџмента (управе), као посебног органа коме су поверене одређене функције оперативног вођења предузећа. У овој функцији власник, у ствари, контролише резултате које остварује менаџмент, према томе ова функција остварује се посредно. Увек треба имати у виду да је свеобухватна контрола (надзор) у принципу немогућа. Стога се остваривање ове функције у одређеној мери заснива на деловању одређених механизма, какав је рецимо конкуренција на тржишту менаџера. Нажалост, у Србији таква конкуренција не постоји, или је тек у зачетку.

3. Трећа управљачка функција непосредно проистиче из власништва над капиталом, односно предузећем и чине је подношење ризика и присвајање резултата. То значи да ће власник присвојити позитивне резултате пословања предузећа (добитак, или профит), што представља и основни циљ његовог ангажовања, али и да ће сносити губитак ако резултати пословања буду негативни. Наиме, власник капитала, односно предузећа, последњи се намирује из остварених резултата, дакле након што се намире сви његови пословни партнери, и као такав увек се налази под претњом губитка.

---

или изгледа да има над другим.” (Д. Рикардо, *О принципима политичке економије и опорезивања*, Београд: Службени гласник, 2012, стр. 63–64.)

<sup>36</sup> Детаљну и довољно комплексну слику тржишних структура у привреди Србије (тј. СР Југославије) на почетку 2000-их, дакле фактички на почетку процеса транзиције, дала је група аутора: Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Мијатовић, М. Пауновић, Р. Сепи и Д. Хибер, *Антимонополска политика у СР Југославији – Анализа постојећих тржишних структура и антимонополских институција*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2002. Потребне анализе нису захтевале примену неких софистициранијих метода, које је аутор иначе успешно користио у другим приликама. (Вид. рецимо: R. Bukvić, *Primena klaster analize u istraživanju tržišnih struktura u jugoslovenskoj prehrambenoj industriji*, *Statistička revija*, година 51, 2002, 1–4; Р. Буквич, *Исследование рыночных структур: индекс концентрации* Линда, *Проблемы теории и практики управления*, 2013, 10; Р. М. Буквич, *Концентрация в банковском секторе Сербии в 2016 году*, *Международная научно-практическая конференция «Современные достижения науки и пути инновационного восхождения экономики региона, страны»*, 18 мая 2017, Комратский государственный университет и Научно-исследовательский центр «Прогресс», Комрат, 2017.)

---

4. Најзад, четврта управљачка (власничка) функција састоји се у томе да власник својим капиталом служи као гарант за намиривање потреба кредитора, односно поверилаца који имају потраживања према власнику, тј. његовом предузећу. Капитал предузећа служи при томе као гарантна маса за измиривање тих обавеза.

Потребно је приметити, и подвући, да током протеклих стотинак година од оснивања менаџмента један важан моменат није одбачен и измењен. И тада, у Фајолово време, и сада главни задатак функције управљања није био повезан са својинским аранжманом, својина (тип својине) само је један од фактора који утиче на организацију и извођење процеса управљања.

## 2.2. Интерни и екстерни аспект корпоративног управљања

Без обзира на начин на који је дефинисано, корпоративно управљање има интерни и екстерни аспект. Интерни аспект, или интерна тачка гледишта, разматра структуре и односе унутар предузећа, где се према ставовима релевантних међународних институција, истиче неколико основних карактеристика<sup>37</sup>:

– **Корпоративно управљање је систем односа дефинисан структурама и процесима.** На пример, однос између акционара и органа управљања састоји се у томе да први другима обезбеђују капитал за остварење приноса на њихово (акционарско) улагање. Акционари бирају чланове органа друштва који утврђује пословну стратегију друштва и врши надзор над пословањем друштва. Тај орган треба да у друштву заступа интересе акционара. Он у суштини обезбеђује стратешке смернице руководиоцима друштва и контролу над њима. Руководиоци преко овог органа треба да редовно и транспарентно достављају финансијске и оперативне извештаје акционарима. Поред тога, руководиоци су одговорни овом стратешко-надзорном органу, који је са своје стране одговоран акционарима преко скупштине акционара. Структуре и процеси који дефинишу ове односе обично се фокусирају на различите механизме за обезбеђење ефикасног управљања и извештавања.

– **Ови односи могу да обухвате стране с различитим и понекад супротним интересима.** Између главних органа друштва, тј. скупштине акционара, директора (извршних и неизвршних) и чланова надзорног одбора могу постојати различити интереси. Супротни интереси најчешће постоје између власника и руководиоца и често се називају „принципал-агент” проблемом. Конфликти могу да постоје и унутар сваког органа управљања, као нпр. међу акционарима (већински против

---

<sup>37</sup> Међународна финансијска корпорација, *Корпоративно управљање. Приручник*, треће издање, Београд, 2011, стр. 6–7.



мањинских, акционари који контролишу друштво против оних који га не контролишу, индивидуални акционари против институционалних акционара) и члановима одбора друштва (извршни против неизвршних, спољни против унутрашњих, независни против зависних); а сваки од ових супротних интереса мора се пажљиво посматрати и држати у равнотежи.

– **Све стране учествују у вођењу и контроли друштва.** Скупштина акционара, која представља акционаре, доноси основне одлуке, као што је, на пример, расподела добитка и губитка. Одбор директора (неизвршни директори) у једнодомном систему управљања, односно надзорни одбор друштва у дводомном систему управљања, генерално је одговоран за усмеравање и надзор, одређивање стратегије друштва и контролисање извршних руководилаца. Најзад, извршни директори воде свакодневне послове, као што су спровођење стратегије, формулисање планова пословања, управљање људским ресурсима, развијање маркетиншких и продајних стратегија и управљање средствима.

– **Све ово се чини с циљем да се кроз правилно распоређивање права и одговорности обезбеди дугорочно одржавање и повећање вредности акционарских улога.**

Други, екстерни аспект корпоративног управљања, према ставовима истих институција<sup>38</sup>, усредсређује се на односе између друштва и његових носилаца интереса (интересних група, или конституената, конституенци). Носиоци интереса су појединци или институције у друштву или ван друштва које имају интерес у друштву. Такав интерес може да проистекне из прописа или уговора, као и из друштвених, економских, географских или каквих других односа. Носиоци интереса обухватају инвеститоре, али и запослене, повериоце, добављаче, потрошаче, регулаторне органе и државне органе, те локалну заједницу у којој друштво послује. Неки аутори као важан елемент међу носиоце интереса укључују и носиоце активности усмерене ка заштити животне средине.

### 2.3. Облици организовања предузећа

Према привредном законодавству у нашој земљи, у нашој привреди предузећа могу бити организована у форми друштва лица или друштва капитала. У друштва лица се убрајају ортачко друштво и командитно друштво, док друштва капитала чине друштво с ограниченом одговорношћу и (отворено и затворено) акционарско друштво. Као посебан организациони облик појављује се и сопственичко предузеће (или предузетник). Најзад, у делатностима од посебног интереса оснивају се и функционишу и јавна предузећа, као предузећа у државном власништву. Некада су постојала, и

---

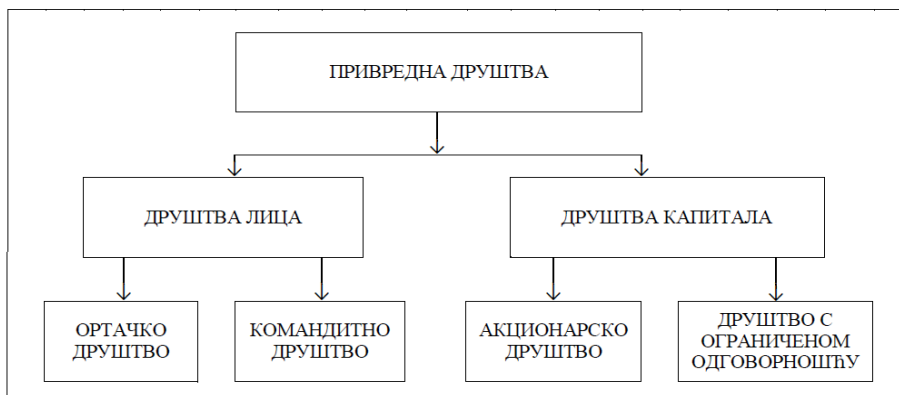
<sup>38</sup> Међународна финансијска корпорација, *Корпоративно управљање. Приручник*, треће издање, Београд, 2011, стр. 7.

била доминантна друштвена предузећа, али је њихов значај данас миноран, или потпуно изгубљен. Размотримо карактеристике сваког од наведених организационих облика.

**Сопственичко предузеће** (Proprietorship) најједноставнији је и најраспрострањенији облик предузећа у тржишној привреди. Оснива га физичко лице, предузетник, које жели да отпочне сопствену економску активност. Предузетник је власник сопственичког предузећа и непосредно управља његовим пословима. Он ужива резултате пословања предузећа, слободно располагајући оствареним профитом који предузећу преостане након подмирења свих обавеза, али истовремено он преузима сав ризик, као и негативне резултате пословања. Другим речима, одговорност предузетника за пословање и резултате пословања његовог сопственичког предузећа неограничена је. Он за то одговара целокупном својом имовином. Живот сопственичког предузећа је ограничен (Limited Life) – предузеће постоји док је власник предузећа у послу за који је оно регистровано.

**Друштва лица** одликују персонална својства, међусобно познанство и поверење чланова, из чега произилази преузимање неограничене одговорности (укључивање целокупне имовине) за обавезе друштва. Смрт или иступање неког члана друштва битно се одражавају на функционисање друштва, могу довести и до његове ликвидације. Такође се пренос удела трећим лицима мора посебно регулисати.

**Друштва капитала** карактерише ишчезавање персоналних својстава и доминација интереса капитала. Удели у друштву су релативно лако преносиви и друштво не престаје да постоји због чињеница везаних за његове чланове (смрт, иступање, пословна неспособност итд.). Обавеза сношења губитака у пословању своди се на висину средстава уложених у рад друштва.



Слика 3. Правне форме привредних друштава  
Извор: Закон о привредним друштвима

Наведену поделу не треба, наравно, схватати превише стриктно. Она има више теоријски значај, пошто и друштва лица имају неке елементе друштва капитала (посебно командитно друштво), а и друштва капитала имају нека својства друштва лица (посебно друштво с ограниченом одговорношћу). У ствари, сваки од наведених организационих облика потребно је посебно посматрати.

Облици организовања предузећа, у суштини, разликују се по томе:

- ко је оснивач предузећа,
- на који начин се обезбеђују средства за пословање предузећа,
- на који начин оснивач(и) преузима(ју) обавезе предузећа,
- како се управља предузећем,
- како се врши расподела остварених резултата.

Према наведеним карактеристикама као посебни организациони облици (правне форме привредних друштава) појављују се:

- ортачко друштво.
- командитно друштво,
- друштво с ограниченом одговорношћу,
- акционарско друштво.

Власник капитала уз својински ризик бира тип предузећа за који сматра да ће му најуспешније омогућити максимизацију добити. Сваки тип предузећа има своја универзална основна својства, која га под одређеним условима чине атрактивним. Комбинацијом релевантних момената (односно расположивих и потребних средстава, степен ризика улагања, очекивана добит, могуће законске олакшице и сл.) власник бира онај тип предузећа који му у датом тренутку највише одговара, с могућношћу да га касније релативно лако трансформише у неки други тип за који процени да је перспективнији. При трансформацији предузећа из једног организационог облика у други није неопходно вршити ликвидацију постојећег предузећа.

**Ортачко друштво** (Partnership) настаје удруживањем два или више физичких и/или правних лица, у намери да под заједничком фирмом (пословним именом) обављају неку привредну делатност. Пословање ортачког друштва одвија се уз неограничену солидарну одговорност свих чланова за обавезе друштва (Unlimited Liability) – у случају неуспеха у пословању целокупна имовина свих чланова друштва (партнера, ортака) улази у фонд за покривање постојећих обавеза. То значи да уколико фондови предузећа не би били довољни за покриће обавеза, за то би се искористила лична својина чланова друштва (куће, станови, кола, штедни улози).

Чланови учествују у добити друштва сходно одредбама које су унели у оснивачки акт, односно уговор ортака (ако такав уговор постоји), а ако то питање није посебно регулисано онда сваки ортак има право на једнак део добити с обзиром да ортаци улажу улоге једнаке вредности. Улози могу бити у новцу, стварима, правима, раду или услугама).

Ортаци имају право и обавезу да воде послове друштва, а ако је оснивачким актом или уговором између ортака одређено да је пословођење пренето на једног или више ортака друштва, остали ортаци немају право на пословођење.

Пренос удела међу ортацима ортакског друштва је слободан, али ортак може да пренесе свој улог трећем лицу само уз сагласност осталих ортака, осим ако оснивачким актом или уговором ортака није другачије предвиђено.

Као и у случају сопственичког предузећа, живот ортакског друштва је ограничен. Ортакско друштво постоји све док је уговор о ортаклуку на снази. Престанак ортакског друштва предвиђен је, поред тога, и у случајевима стечаја друштва, смрти ортака, отварања стечаја над неким од ортака, као и отказа неког од ортака.

**Командитно друштво** је друштво које се оснива уговором два или више физичких или правних лица ради обављања делатности под заједничком фирмом, од којих најмање једно лице одговара неограничено за обавезе предузећа (комплементар), а најмање једно одговара ограничено до висине свог уговореног улога (командитор). Специфичност командитног друштва управо је подела имовинске одговорности за обавезе друштва. Одговорност је уговором о оснивању регулисана тако да један или неколико чланова одговарају друштву целокупном својом имовином (солидарно неограничено), представљају га и управљају његовим пословима, док остали чланови друштва одговарају до висине средстава уложених у друштво, тј солидарно ограничено.

Комплементар командитног друштва не може да пренесе цео или део свог удела без сагласности свих командитора и комплементара. Командитор командитног друштва може да пренесе део или цео свој удео продајом, поклоном, наслеђем или на други начин.

Комплементари и командитори учествују у расподели добити и сношењу губитка друштва сразмерно проценту свог удела у друштву.

Комплементар (управљач) може бити само физичко лице, а командитор (улагач) физичко и правно лице.

С обзиром да командитно друштво има две врсте чланова, уколико једна врста чланова престане да постоји (ако иступи из друштва, или у случају да

је реч о физичким лицима њиховом смрћу), командитно друштво наставља с радом али мења свој облик – претвара се или у друштво с ограниченом одговорношћу, односно акционарско друштво (у случају престанка постојања комплементара) или у друштво с неограниченом солидарном одговорношћу чланова, дакле као ортачко друштво или пак као предузетник (у случају престанка постојања командитора).

*Акционарско друштво*, или корпорација (Corporation), најзначајнији је облик предузећа у савременим привредама, пре свега у САД. То је привредно друштво које средства за оснивање и пословање прибавља издавањем (емитовањем) и продајом акција (Shares of Stock), у складу с важећим прописима у дотичној земљи. Оснивачи акционарског друштва утврђују износ средстава која су потребна за оснивање и рад друштва (основна главница). Друштво се може основати откупом свих акција приликом формирања (симултано оснивање) или упућивањем јавног позива за откуп акција (сукцесивно оснивање). Куповина и продаја акција обавља се преко берзанских брокера (Stockbrokers).

Акција, или како се још назива – деоница, јесте вредносна хартија (хартија од вредности). Она је, у ствари, потврда да је њен власник, акционар (Shareholder или Stockholder), уложио одређена средства (капитал) у дато предузеће, а износ тих (уложених) средстава чини номиналну вредност акције. На основу поседовања акција, њихов власник има право да, сразмерно свом делу капитала у укупном капиталу, учествује у расподели остварене добити (право на дивиденду, као приход који доноси акција), у управљању акционарским предузећем и у расподели имовине у случају ликвидације акционарског предузећа.

Стварна вредност акција зависи, пре свега, од успешности пословања акционарског друштва, и утврђује се на тржишту, односно на берзи вредносних папира (Stock Market). Уколико оно остварује добит која обезбеђује исплату високих дивиденди, онда њихова стварна (тржишна) вредност расте, и може премашити номиналну. Такође важи и супротно – слабо пословање доводи до опадања вредности акција, па их може и потпуно обезвредити. Улагање у акције носи одређен ризик и стога је принос од акција (дивиденда) једино задовољавајући уколико превазилази износ који би се за исто време добио у виду камате на уложена средства.

Прибављањем средстава путем продаје акција предузеће долази до потребних средстава, а да при томе не мора да плаћа камате, као што би то морало у случају коришћења банкарских кредита, чиме би додатно оптеретило своје пословање. Такође, на тај начин се расподељује и ризик пословања. Сносе га сви акционари заједно до износа уложених акција. Наравно, треба имати у виду да се аналогно томе расподељује и остварена добит, и преносе управљачка права на акционаре.

Животни век корпорација је неограничен (Unlimited Life), с обзиром да је улаз нових или излаз постојећих акционара из корпорације увек могућ.

Акционари остварују своје право управљања акционарским друштвом преко скупштине акционара.

Акционарско друштво може бити затворено и отворено. Затворено акционарско друштво има мањи број акционара, а његове акције се издају само његовим оснивачима или ограниченом броју других лица. Затворено друштво не може вршити упис акција јавном понудом или на други начин нудити своје акције јавним путем. Акционарско друштво се сматра отвореним ако оснивачи учине јавни позив за упис и уплату акција у време оснивања друштва, односно ако такав позив учини друштво након оснивања. Отворено акционарско друштво може бити котирано и некотирано у складу са законом којим се уређује тржиште хартија од вредности. Затворено акционарско друштво може постати отворено, односно обрнуто – отворено друштво може постати затворено, поштујући прописе, односно норме дате у законима о привредним друштвима и о хартијама од вредности.

**Друштво с ограниченом одговорношћу** (Limited Liability) облик је предузећа у које се удружује више лица (правних и/или физичких) с циљем да под заједничком фирмом, уз одговорност ограничену на унапред одређен имовински улог, учествују у одређеном привредном подухвату ради кога се друштво оснива. У случају пропадања (стечаја) оваквог типа предузећа, повериоци имају право на надокнаду из имовине чланова друштва само до износа улога који је дат у оснивачки фонд. Улози оснивача не морају бити једнаки, на основу чега чланови овог друштва унапред одређују степен ризика који желе да прихвате.

Ово друштво је по начину организације и сношења ризика најближе акционарском друштву. Међутим, за разлику од акционарског друштва, сваки од чланова (учесника у друштву) има само један улог и не може га тако лако преносити као што се преносе акције. Висина улога обично одређује учешће у оствареној добити, као и степен права у управљању друштвом. То се посебно дефинише уговором о оснивању друштва.

**Јавна предузећа** су посебан тип предузећа која се оснивају у делатностима од општег интереса, у области инфраструктуре, комуналне делатности, као и у областима која су од посебног и стратешког значаја за Републику Србију. Делатност јавних предузећа у Србији регулисана је посебним законом.<sup>39</sup>

Независно од облика организације јавних предузећа, у управљању овим предузећима учествује држава преко својих представника у управним

---

<sup>39</sup> Закон о јавним предузећима, *Службени гласник РС*, бр. 15/2016.

одборима. Циљ учешћа државе је заштита друштвених интереса, с обзиром да се неретко може десити да се интереси предузећа и друштва не покlope.

Пошто јавна предузећа обављају делатности од посебног друштвеног интереса држава прописује услове које она морају испуњавати да би се бавила овим делатностима.

Због посебног значаја делатности у питању, као јавна предузећа у државној својини организована су предузећа у железничком и ПТТ саобраћају, електропривреди, нафтној индустрији, водопривреди, одржавању и изградњи путева и заштити и експлоатацији шума. У оквиру локалних заједница (општина) организују се јавна предузећа за обављање комуналних делатности, што се уређује посебним прописима. Највећи број јавних предузећа у привреди Србије управо послује у овој делатности.

#### **2.4. Закључне напомене о садржини корпоративног управљања**

Ипак, према преовлађујућем схватању, корпоративно управљање подразумева, систем односа између између: управе друштва и самог друштва капитала, конституисан на основу уговора, уређен законом, уговором и пословном праксом, у циљу унапређења пословања и остваривања пословног успеха компаније на дуги рок, а самим тим и задовољењу интереса, пре свега акционара чији је интерес примарни и несумњив али и свих других конституенци заинтересованих за пословање привредног друштва, поверилаца, запослених, управе а тиме и целог друштва у социолошком смислу.

Дакле, корпоративно управљање неспорно представља систем односа који се дефинише структурама и процесима који се може применити на сваки конкретан случај. На пример, с једне стране треба регулисати однос између власника капитала, акционара и/или имаоца удела, путем органа привредног друштва кога представљају, дакле скупштине и органа управљања. Њихов однос се састоји у томе да први, власници капитала, другима обезбеђују капитал за остварење приноса на њихово, власничко улагање.

Власници капитала, путем представљања у скупштини друштва, бирају чланове управе друштва који утврђује пословну стратегију друштва и врши надзор над пословањем друштва. Тај орган – управа друштва, треба да у друштву заступа интересе пре свега, власника капитала. Скупштина друштва, уствари обезбеђује стратешке смернице управи друштва за вођење послова друштва и контролу над њима.

Управа привредног друштва, треба да редовно, истинито и транспарентно доставља финансијске и друге оперативне извештаје о пословању друштвом,

скупштини друштва како би власници капитала имали благовремене и тачне информације.

Поред тога, руководиоци су одговорни овом стратешко – надзорном органу, који је са своје стране одговоран акционарима заступљеним у скупштини акционара. Структуре и процеси који дефинишу ове односе обично се фокусирају на различите механизме за обезбеђење ефикасног управљања, извештавања и пре свега поштовања уговорених правила.

Појмови конституената, скупштине, управе, надзора биће одређени у другим деловима овог рада. Из изложених дефиниција се може закључити да су неке земље и теоретичари склони тумачењу да се правила корпоративног права примењују само у акционарским друштвима (углавном у САД и Великој Британији) и то пре свега акционарским друштвима чије се акције котирају на берзи а не и у акционарским друштвима чије се акције не котирају на берзи и друштвима са ограниченом одговорношћу.

Наведена правила се могу применити и на друга друштва капитала, у Србији пре свега на друштва са ограниченом одговорношћу. Разлог за наведено је неспорна чињеница да на територији Србије, више не егзистирају императивне норме закона који уређује материју привредних друштава, који је „присилно” „по самом слову закона” извршио „отварање” свих постојећих акционарских друштава, раније основаних као затворена акционарста друштва, у отворена акционарска друштва. Дакле, колико је ранији закон из 2004. године форсирао јавна акционарска друштва, толико садашњи закон дозвољава јавним акционарским друштвима, „затварање” и промену облика у друштво са ограниченом одговорношћу.

Анализом привредних прилика на тржишту Србије, уочено је да се почетком транзиције у Србији, јачањем приватног капитала, приватизацијом државног и друштвеног сектора, појавио (настао оснивањем, преузимањем, приватизацијом итд.) један већи број привредних друштава која послују као друштва са ограниченом одговорношћу, која имају изузетно добру позицију на тржишту, чији обим пословања расте, где власници капитала немају могућност да управљају компанијом која непрестано расте и имају потребу за ангажовањем професионалних менаџера.

Поред наведеног, не може се прихватити став да је корпоративно управљање систем односа само између акционара и менаџмента. Са разлога наведених у овом раду, мора се закључити да се ради и о несумњивим интересима других конституената, укључујући и само друштво, које има и сопствени интерес, поред интереса власника капитала, интереса управе, државе, локалне заједнице, потрошача итд.



### 3. Настанак корпоративног управљања

#### 3. 1. Историјат настанка корпоративног управљања

Веома често се корпоративно управљање у разним моделима, развијало вековима, као реакција на пропадање компанија или великих криза система које се периодично јављају на светској економској сцени. Један од првих познатих неуспеха управљања, био је South Sea Bubble у XVIII веку<sup>40</sup>, који је довео до револуције у прописима који регулишу материју пословања компанија и пракси у Енглеској. Из истих разлога, велики део закона о хартијама од вредности у САД донет је након чувеног краха берзе 1929. године. Било је и других криза, као што су поменута финансијска криза у Русији и Азији, и крах штедно-кредитних задруга у САД осамдесетих година двадесетог века.

Када се анализира историја корпоративног управљања, може се утврдити да је обележена и низом добро познатих пропасти привредних друштава. Ране деведесете године прошлог века биле су сведок напада Maxwell Group на пензијски фонд групације дневних листова Mirror Group и краха Беарингс банке. Нови век је започео подједнако драматично, уз спектакуларан крах Енрона у САД, једва избегнуто банкротство компаније Вивенди Универсал у Француској и не тако давни скандал у Пармалату у Италији. На сваки од ових крахова, често насталих као резултат некомпетентности или разних манипулација, веома брзо се реаговало новим оквирима корпоративног управљања, а нарочито многим националним прописима законског карактера као и прописима меког права (soft law) о корпоративном управљању.

У Србији је тек финансијска криза током деведесетих година прошлог века подстакла идеју о усвајању регулаторног оквира о корпоративном управљању. Дошло је до усвајања низа закона који су регулисали поменуту материју: Закона о привредним друштвима 2004, новог Закона о привредним друштвима из 2011, Закона о регистрацији привредних субјеката такође 2004, с каснијим изменама, Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2002. године, касније новог из из исте области итд. Усвајање Кодекса корпоративног управљања Привредне коморе Србије 2005.<sup>41</sup> представља први случај увођења меког права у Србији, што свакако представља значајан корак у развоју нормативног оквира корпоративног управљања у Србији, чиме је домаћим акционарским друштвима и другим привредним друштвима дат пример како се организовати. Убрзо затим, усвојен је и Кодекс корпоративног управљања Београдске берзе<sup>42</sup>.

Касније је настављен развој регулаторног оквира корпоративног управљања у Србији због потребе усаглашавања прописа у овој значајној области с

---

<sup>40</sup> Priručnik korporativnog upravljanja IFC.

<sup>41</sup> Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije 2005

<sup>42</sup> Kodeks korporativnog upravljanja Beogradske berze

прописима Европске уније, мада у многим деловима прописи нису усаглашени. Из табеле која следи, може се закључити, да је свест о потреби увођења правила корпоративног управљања у пракси, давно сазрела у земљама развијенијег тржишта, за разлику од стања у Србији. Наведеним се потврђује неопходност потребе увођења правила корпоративног управљања и одвајања власништва над капиталом од управљачке функције.

Приказ увођења правила корпоративног управљања у упоредном праву и Републици Србији дат је на наредној слици (сл. 4).<sup>43</sup> Треба истаћи да наведена слика није беспрекорна. Тако, рецимо, на њој се не може пронаћи поменути Боб Трикер и његова књига из 1984, што је доста чудно пошто је због својих доприноса овај аутор проглашен оцем корпоративног управљања. Такође, ту нема ни Тејлора и Фајола, фактичких оснивача менаџмента. С друге стране, кад је реч о Србији (Југославији) довођење у било какву везу Закона о удруженом раду и концепта акционарства мора да изазове не мање чуђење, при томе наравно не у смислу њихове идеолошке основе, тј. супротности која је неспорна, већ у смислу временског следа.

---

17. век	East India Company, са седиштем у Великој Британији, увела је у свој систем управљања независни менаџмент, управни одбор, којим у складу с правилима корпоративног управљања одваја власништво над компанијом од управљања и надзора.
1776.	Адам Смит у делу „Богатство народа” упозорава на проблем недовољне контроле над управом компанија и слабу стимулацију управе (Велика Британија).
1844.	Усвојен први закон о акционарским друштвима (Велика Британија).
1911.	Фредерик Тејлор објављује дело Принципи научног менаџмента*
1916.	Анри Фајол објављује дело Општи и индустријски менаџмент*
1922.	Усвојен Закон о формирању акционарских друштава (Краљевина Југославија).
1931.	Берл и Минс објављују свој пионирски рад „Модерна корпорација и приватна својина” (САД).
1933/1934.	Закон о хартијама од вредности из 1933. године први је закон који регулише тржишта хартија од вредности, а нарочито обавезу објављивања при регистрацији. Закон из 1934., пренео је одговорност за спровођење на СЕЦ - Комисију за хартије од вредности и берзу (САД).
1968.	ЕУ усваја прву директиву из области компанијског права (ЕУ), која представља препоруку начина уређивања односа у компанијама.
1976.	Усвојен југословенски Закон о удруженом раду (ЗУР) који укида концепт акционарских друштава и других приватних друштава капитала и наглашава учешће радника у процесу одлучивања, којим се у потпуности мења систем у области корпоративног управљања.
1984.	Боб Трикер објављује дело <i>Corporate Governance. Practices, Procedures, and Powers in British Companies and their Boards of Directors.</i>

---

<sup>43</sup> О. Orton, В. Meyer i G. Dostanić. Korporativno upravljanje. Priručnik, Beograd: IFC, стр. 10–11.

---

1987.	Извештај Тредвејеве комисије о преварном финансијском извештавању потврђује улогу и статус комисије за ревизију, чиме развија оквир за интерну контролу, или ЦОСО, објављен 1992. године (САД).
1988.	Усваја се југословенски Закон о предузећима, који је почео да се примењује од 01.01.1990, који поново уводи могућност оснивања друштава капитала с приватним власништвом.
Ране 1990-е	Пословне империје Polly Peck (губици £ 1,3 млрд.), BCCI i Maxwell (£ 480 мил.) пропадају, изискујући побољшане праксе корпоративног управљања да би се заштитили инвеститори (Велика Британија).
1992.	Кедберијева комисија објављује први Кодекс корпоративног управљања, а 1993. године се од друштава чије се акције котирају на берзама Велике Британије захтева да обелодане информације о управљању по принципу „усклади се или објасни”, (Велика Британија).
1994.	Објављен Кингов извештај (Јужна Африка).
1994, 1995.	Објављени су извештаји Ратмана (о интерној контроли и финансијском извештавању), Гринберија (о накнади извршних директора) и Хампела (о корпоративном управљању) (Велика Британија).
1995.	Објављен Вијеноов извештај (Француска).
1996.	Објављен Петерсов извештај (Холандија).
1996.	Усвојен Закон о предузећима Републике Србије.
1998.	Објављен Обједињени кодекс (Велика Британија).
1999.	ОЕЦД објављује први међународни стандард, Принципе корпоративног управљања ОЕЦД-а.
1999.	Објављено Турнбулово упутство о интерној контроли (у Великој Британији, које је нашло примену и у другим земљама).
2001.	Корпорација Енрон, тада седма компанија по величини на берзи у САД, објављује банкротство (САД).
2001.	Објављен је Ламфалусијев извештај о Регулацији европских тржишта хартија од вредности (ЕУ).
2002.	Објављен Кодекс корпоративног управљања (Немачка).
2002.	Крах Енрона и други корпоративни скандали доводе до Сарбанес-Окслијевог закона (САД); објављује се Винтеров извештај о реформи компанијског права у Европи (ЕУ).
2002.	Усвојен Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената који је био у примени од октобра 2003. године до децембра 2006, када је усвојен нови закон који уређује наведену област.
2003.	Објављен Хигсов извештај о неизвршним директорима (Велика Британија).
2004.	Скандал око Пармалата у Италији, уз могуће последице широм ЕУ (ЕУ).
2004.	Усвојен Закон о привредним друштвима Републике Србије.
2005.	Привредна комора Републике Србије усваја Кодекс корпоративног управљања.
2006.	Усвојен нови Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената Републике Србије.
2008.	Београдска берза усваја Кодекс корпоративног управљања.
2010.	Препоруке ОЕЦД-а за унапређење праксе корпоративног управљања у приоритетним областима
2011.	Европска комисија објављује “Green Paper” о оквиру корпоративног управљања у ЕУ.

---

2011.	Усвојен нови Закон о привредним друштвима Републике Србије, чија примена је почела фебруара 2012. године.
2011.	Усвојен Закон о тржишту капитала Републике Србије.
2016.	Усвојен Закон о јавним предузећима Републике Србије.

---

\* Допунили аутори ове монографије

Слика 4: Кратка историја корпоративног управљања

Извор: *Korporativno upravljanje. Priručnik*, Београд: IFC, стр. 10–11.

### 3.2. Општепозната правила о корпоративном управљању

У целом свету је присутна перманентна тенденција истраживања и дефинисања најбољих решења за уређење корпоративног управљања и усвајања бројних правила о најбољим праксама и принципима корпоративног управљања, дуже од једног века. Ови прописи се у највећем броју фокусира се на улогу органа управљања у компанијама и највећи број постојећих правила има национални домет.

Какав ће бити нормативни оквир корпоративног управљања зависности од околности, историје, кулуре, традиције, степена развијености једне земље тако да се разликује од државе до државе. Како су околности предмет сталних промена, тако се и правила корпоративног управљања прилагођавају променама у свакој држави. Правни и практични оквир корпоративног управљања садржи елементе регулисане законом, регулације, сморегулације и највише добровољно прихваћених принципа и смерница у зависности од околности у свакој држави.

Приликом разматрања регулаторног оквира, поставља се питање, у којој форми регулисати материју ових комерцијалних односа, пре свега статусних односа у које спада и корпоративно управљање. Познато је, да је највећи број односа такве природе, где две стране својом аутономијом воље, могу у потпуности да их регулишу, успостављају, укидају или мењају. Са друге стране, закони су по својој природи, такви да их карактеришу императивне, обавезујуће норме што ствара основ за неповољне пословне релације у овој материји пословања.

Савремена пословна регулатива, због тога, аналогно принципима аутономије воље у уговорном облигационом праву у доброј мери мења своју природу и, из императивне све више прелази у диспозитивну, којом странама препушта да уреде своје уговорне односе онако као им одговарају, свакако уз општа ограничења која се односе на заштиту општег интереса земље у којој се примењују.

На основу досадашњих истраживања, показало се да су интересовања привредних субјеката за уређивањем сопствених односа на аутономној основи, путем узанси, обичаја, пословних обичаја, пословног морала, опште познатих и саморегулацијом сторених услова пословања, имале за последицу регулисање оквира корпоративног управљања тако да садржи елементе законодавства и то пре свега формулисане на диспозитиван начин, регулације, саморегулације,

добровољно прихваћене обавезе и пословну праксу која је резултат околности, историје и традиције сваке конкретне земље. Због тога је логично закључити да ће пожељна комбинација законодавства, регулације, саморегулације, добровољних стандарда итд. у овој области варирати од земље до земље. Пошто се континуирано сакупљају нова искуства и мењају околности пословања, потребно је да се садржај и структура овог оквира прилагођавају новонасталим околностима. Потребно је да наука и компаније редовно пажљиво прате таква прилагођавања и да ажурирају своје системе управљања у складу с тим а приликом оптирања између законске регулативе уређивања односа корпоративног управљања или регулативе која уместо да униформише, настоји да обезбеди инструкције, препоруке, упутства оквира понашања (модел закони, кодекси, водичи за примену правила) – меко право „soft law” – опредељење сваке земље свакако, треба да буде – меко право.

Измењена регулатива у смислу примене меког права, на описани начин, ставља се у службу логике привредног живота, што подстиче ефекте креативности, иницијативе, посебности, тако да је целокупно комерцијално право подршка могућности афирмације интереса сваког привредног субјекта којим му се даје могућност да своје пословне односе уреди на начин како највише одговара њиховим потребама.

Поставља питање колико регулатива корпоративног управљања треба да буде хармонизована на нивоу целе Европске уније, у овој сфери, а колико треба да остане на националном нивоу<sup>44</sup>. Истраживања су показала, да је потребно хармонизовати регулативу у овој области, што има своје предности али и недостатке. Међутим, једном хармонизована компанијска регулатива, нарочито из области корпоративног управљања остаје тешко променљива, а неспорно је да постоји потреба континуираних измена у овој области. Истраживања у овој материји су дала ефекте, што је довело до развоја и примене алтернативне регулативе:

- Показало се да флексибилнија подзаконска регулатива владе земаља, што се нарочито примењује у земљама у транзицији, приватизација државног сектора, јавно приватно партнерство, управљање јавним сектором компанија,
- Формирана правила од стране самих учесника на тржишту или у кооперацији са владама држава,
- Модел закони, који могу бити коришћени добровољно и променљиво у зависности од услова на тржишту, који нуде предности великих варијација. САД су пример високе униформности компанијеске регулативе, која је постигнута на основу саморегулативе на бази модел закона.

---

<sup>44</sup> M.-Ch. Monsallier et A. Viandier, L'aménagement contractuel du fonctionnement de la société anonyme, Paris: LGDJ, 1998.

Опште познати принципи корпоративног управљања ОЕЦД, дају препоруке и смернице за регулисање неколико најважнијих права и обавеза<sup>45</sup> о којима треба водити рачуна, а то су: права акционара, једнак третман акционара, улога других заинтересованих у корпоративном управљању, отварање информација и транспарентност и одговорност одбора одбора компаније.

### 3.2.1. Права акционара

а) Пре свега, корпоративно управљање, треба да заштити права власника капитала, поштујући основно правило акционарства о једнакости права акционара исте класе.

Као основна права акционара, ОЕЦД принципи наводе:

- Право на тачне и поуздане методе регистрације власништва над основним капиталом компаније,
- Слободан пренос акција на друга лица,
- Право акционара на благовремено, поуздано и тачно добијање релевантних информација о пословању компаније и другим битним чињеницама везаним за компанију,
- Право учешћа на скупштини акционара и гласање у складу са демократским правилима,
- Избор чланова управе компаније, што подразумева управни одбор уколико се конституише, надзорни одбор, борд директора итд. у зависности од законодавства земље националности компаније,
- Учествовање у доношењу одлука о расподели профита компаније, односно расподели добити.

б) Сваки акционар има право да учествује у одлучивању и да буде довољно и благовремено обавештен пре свега, о најбитнијим променама у компанији као што могу бити:

- Промене најважнијих општих аката компаније, под којима се подразумевају пре свега акти који регулишу права и обавезе акционара, оснивачни акти или статути,
- Издавање акција нових емисија, исте или друге класе, што свакако на било који начин утиче на статус постојећих акционара,
- Све информације, радње и послови, чији крајњи исход може бити продаја капитала компаније.

ц) Препорука ОЕЦД принципа јесте омогућавање акционарима ефективног права учествовања и гласања на скупштини акционара, благовремено информисање о правилима и процедурама гласања, која се

---

<sup>45</sup> Principi OECD.

примењују на скупштини:

- сваки акционар треба да буде благовремено обавештен с довољно информација о датуму, месту одржавања скупштине акционара, дневном реду као и о питањима о којима ће се одлучивати,
- акционарима треба омогућити уз разумна ограничења, да постављају питања на скупштини о тачкама дневног реда и одлукама о којима ће се одлучивати и предлажу тачке за дневни ред скупштине,
- акционарима треба дати могућност да гласају лично на скупштини или у одсуству, као и дати једнако право гласовима датим лично или у одсуству.

д) Акционар треба да буде обавештен о сваком аранжману и структури капитала који одређеним акционарима (не свим) дају могућност да остваре диспропорционалну контролу у односи на акције које поседују.

е) Потребно је омогућити ефикасан и транспарентан начин функционисања тржишта контроле компанија који подразумева следећи минимум правила поступања на сваком тржишту:

- Потребно је јасно изнети и објавити, правила и процедуре на основу којих се реализују аквизиције контроле компанија на тржиштима капитала као и друге ванредне трансакције, као што су мерцери и продаје имовине велике вредности, да би инвеститори благовремено разумели своја права и припремили могуће стратегије излаза. Истовремено, трансакције би требале да се одвијају по транспарентним ценама и по фер условима, који дају одговарајућу заштиту права акционарима у зависности од класе акција које поседују у основном капиталу компаније.
- Евентуалне стратегије које се припремају против преузимања компаније, одбране од преузимања, треба да буду такве да не смеју штитити менаџмент од полагања рачуна за до тада извршени рад.
- Акционари, укључујући и институционане инвеститоре, треба да имају у виду трошкове и користи, који су последица искоришћавања њихових гласачких права у органима компаније.

### **3.2.2. Једнак третман акционара**

Корпоративно управљање треба да буде уређено тако да осигура једнак третман свих акционара у зависности од класе акција коју поседују, укључујући и мањинске акционаре, како домаће тако и стране. Сви акционари треба да имају могућност остваривања и заштите права, у случају повреде или нарушавања њихових права из акција. С тим у вези, треба поштовати следећа правила поступања према акционарима:

- Акционари који поседују акције исте класе, треба да буду третирани на

исти начин, што подразумева поштовање следећих правила:

- Сви акционари који поседују једну класу акција треба да имају иста гласачка права. Сваки инвеститор, домаћи или страни, треба да добије информације о гласачким правима која припадају свим класама акција које је компанија издала, пре него што реализују куповину акција. О свакој евентуалној промени гласачких права које класа акција поседује, треба омогућити да се поново одлучује, односно треба да буде предмет гласања на скупштини акционара.
- Лице које је задужено за чување акција (цустодиан) треба да користи право гласа на начин који је договорен са власником акција.
- Сам процес и процедура одржавања скупштине и гласања треба да омогуће једнак третман свих акционара свих класа. Одржавање скупштине и процедуре које компанија установљава у том смислу треба да буду такви, да учине гласање акционара, односно њихових представника лаким и јефтинијим.
- Достављање инсајдер информација као и инсајдер традинг као и послови са самим собом, који представљају злоупотребу права, треба са буду забрањени и законом санкционисани.
- Треба захтевати од менаџера и чланова одбора да прикажу било какав имовински интерес у трансакцијама или другим пословима који се тичу компаније, који се предузимају или планирају да се предузму.

### **3.2.3. Улога других лица заинтересованих у корпоративном управљању**

Корпоративно управљање треба уредити тако да призна и респектује права других лица заснованих на „тврдом“, праву или „меком“, праву, заинтересованих за пословање компаније и да подстакне и охрабри активну сарадању између компаније и других заинтересованих лица у стварању богатства, запослења и одрживости финансијски здравих компанија. У том смислу, корпоративно управљање треба да води рачуна о следећим питањима:

- Корпоративно управљање треба да осигура заштиту и поштовање права свих заинтересованих лица, која су им дата нормативним оквиром или аутономним актима компаније.
- Уколико су интереси других заинтересованих лица заштићени законом, они треба да имају могућност да остваре ефективно задовољавање својих интереса, у случају кршења њихових права.
- Корпоративно управљање треба да буде уређено тако, да омогући средства за приципацију других заинтересованих лица, на мерилу који омогућава јачање перформанси компаније.
- Приликом учествовања у поступку корпоративног управљања, друга заинтересована лица треба да имају приступ релевантним информацијама које се односе на предмет одлучивања.



### 3.2.4. Отварање информација и транспарентност

Корпоративно управљање треба да буде уређено тако да благовремено обезбеди тачне и истините информације о свим материјалним стварима које се односе на компанију, што подразумева, финансијску ситуацију, перформансе компаније, имовину и управљање компанијом. У том смислу потребно је поштовати следећа правила поступања:

- Откривање информација компаније, треба да укључи, али не и да буде ограничено на материјалне информације о следећем:  
Оперативним и финансијским резултатима компаније,  
Подацима о највећим пакетима власништва над акцијама и њиховим гласачким правима,  
Циљевима и плановима компаније,  
Члановима управе компаније и њиховим главним извршним лицима као и њиховим зарадма,  
Факторима ризика пословања који се могу предвидети  
Материјалним питањима запослених и других лица заинтересованих за пословање компаније,  
Структури и политикама управљања компанијом.
- Све информације треба да буду припремјене, одитоване и саопштене у складу са високим стандардима рачуноводственог, финансијског и нефинансијског извештавања и одитовања. Дакле, информације треба да се припреме и обелодане у складу са рачуноводственим стандардима обелодањивања финансијских и нефинансијских података високог квалитета.
- Годишња ревизија треба да буде изведена од стране независног ревизора да би било реализовано спољно, објективно и независно осигурање о начину на који су финансијски извештаји припремљени и представљени као и о садржини финансијских извештаја. Дакле, 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. Екстерни ревизори треба да одговарају акционарима и имају обавезу према компанији да ревизију изврше на прописани професионалан начин.
- Средства и начини дистрибуције и саопштавања информација треба да обезбеде фер, благовремен и јефтин приступ релевантним информацијама од стране корисника информација, односно лица заинтересованих за њих. Канали достављања информација треба да обезбеде равноправан, благовремен и економичан приступ корисника релевантним информацијама. Оквир корпоративног управљања треба допунити делотворним приступом који је усмерен на, и који промовише прибављање анализе или савете 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.

### 3.2.5. Одговорност управе компаније

Корпоративно управљање треба да осигура стратешко вођење компаније, ефективан надзор над свим нивоима управљања и руковођења компанијом као и полагање рачуна управе за доношење одлука и извршен рад, компанији и акционарима компаније.

У том смислу, поставља се питање како управа компаније треба да делује у обављању својих дужности? Према препорукама принципа ОЕЦД, управа треба да поступа на следећи начин:

- Управа компаније треба да поступа на основу потпуних и истинитих информација, уз потребну марљивост и дужну пажњу, све у најбољем интересу компаније и акционара.
- Управа компаније треба да третира све акционаре на исти, фер начин, у зависности од класе акција које поседују, уколико њихове пословне одлуке могу имати различит утицај и последице на различите групе акционара.
- Управа компаније треба да осигура доследно спровођење закона и да узима у обзир интересе других група на чије интересе утичу њихове одлуке, односно интересе других лица заинтересованих за пословање компаније. У извршавању својих функција управа компаније треба да примени високе моралне стандарде.
- Управа компаније треба да испуњава основне функције и послове као што су:

Преиспитивање и вођење корпоративне стратегије компаније, политике ризика, бизнис планове, планове прихода и расхода на годишњем нивоу, постављање циљева перформанси компаније, надзор над реализацијом планова и корпоративним циљевима и задацима, надгледање главних капиталних расхода, аквизиција, мерџера, продаја имовине велике вредности, акција.

Избор главних извршних директора компаније, односно лица, њихово награђивање, надзор над њиховим радом и када је потребно њихово замењивање другим лицима, планирање њихових наследника.

Преиспитивање зарада главних извршних лица и чланова управе и обезбеђивање формалног и транспарентног процеса номинације нових чланова управе компаније.

Надзирање и решавање евентуалног конфликта интереса менаџмента, чланова и акционара, укључујући и могуће злоупотребе имовине компаније као и трансакција са повезаним лицима.

Обезбеђење интегритета рачуноводства и свих извештаја компаније, укључујући и независно одитовање, стално функционисање

одговарајућих система контроле, посебно надзор ризика пословања компаније, финансијске контроле и функционисање целокупног пословања у складу са важећим прописима и аутономним актима компаније.

Надзор ефективности примене праксе корпоративног управљања и утицај на њену промену када је то потребно.

Надзор над поступком јавног објављивања прописаних информација и комуникација.

- Управа компаније треба да буде у стању да независно од извршних лица, објективно и тачно процени пословање компаније, када се укаже потреба за наведеним послом.

Управа компаније треба да утврди потребан број, омогући избор потребног броја неизвршних чланова одбора, способних да своју функцију обављају независно, нарочито за послове где постоји могућност потенцијалног конфликта интереса, нарочито у случају финансијског извештавања, кандидовања на одређене функције у компанији, зараде извршних лица и чланова управе компаније. При формирању комисија одбора, одбор треба добро да дефинише и обелодани њихова овлашћења, састав и радну процедуру.

Чланови управе треба да одвоје довољно времена и подреде га својим правима и одговорностима у компанији на пословима на које су постављени.

Чланови управе треба да имају благовремен приступ свим тачним информацијама релевантним за испуњавање њихових обавеза према компанији и акционарима. Да би могли да испуњавају своје обавезе, чланови одбора треба да имају приступ тачним, релевантним и благовремним информацијама које су им потребне при одлучивању. Чланови одбора који нису извршни директори обично немају једнак приступ информацијама као кључни руководиоци унутар компаније. Доприноси чланова одбора компаније који нису извршни директори могу бити повећани омогућавањем приступа одређеним кључним руководиоцима унутар компаније, као што је на пример секретар компаније или интерни ревизор и обраћањем за независан спољни савет о трошку компаније. Да би испунили своје обавезе чланови одбора морају имати тачне, релевантне и благовремене информације.

Међу прописима који имају међународни значај, само се Принципи ОЕЦД баве и креаторима политике с једне стране и компанијама с друге стране, и истовремено се фокусирају на целокупан оквир управљања (права акционара, других носилаца интереса, обелодањивање података и праксе одбора). Принципи ОЕЦД прихваћени су широм света као оквир и референтне смернице за уређење питања корпоративног управљања. Министри ОЕЦД су 1999. године одобрили Принципе корпоративног управљања, са сврхом да помогну владама земаља чланица ОЕЦД и другим земљама које нису чланице ОЕЦД-а у њиховим напорима да процене и побољшају правни, институционални и регулаторни оквир за корпоративно

управљање у њиховим земљама, да обезбеде смернице и предлоге за берзе, инвеститоре, корпорације и друге учеснике у процесу развоја доброг корпоративног управљања. Имајући у виду број држава које су их прихватиле, може се рећи да је поменути циљ реализован.

Принципи су објављени 1999, а прерађени 2004. године. Развијени су тако да пруже савете о добром управљању кроз успостављање основних принципа. Како су довољно еластично дефинисани, ови принципи омогућавају земљама чланицама и другим земљама које нису чланице ОЕЦД, а заинтересоване су за увођење принципа корпоративног управљања, да их у националним оквирима даље разраде и прилагоде специфичностима и потребама сопственог окружења и културе и других фактора који могу утицати на избор модела корпоративног управљања.

Оквир корпоративног управљања ОЕЦД заснива се на следеће четири основне вредности.<sup>46</sup>

1. Непристрасност. Оквир корпоративног управљања треба да штити права акционара, обезбеди равноправан третман акционара сваке класе, већинских и мањинских акционара, домаћих и страних. Нарочито је важно да сваки акционар има могућност добијања обавештења у случају кршења његових права, што је једно од основних права сваког акционара.
2. Обавеза. Оквир корпоративног управљања треба да призна права носилаца интереса која су утврђена законом и другом регулативом као и да подстиче активну сарадњу између корпорација и носилаца интереса у стварању богатства, радних места и одрживости финансијски здравих друштава.
3. Транспарентност. Оквир корпоративног управљања треба да обезбеди одговарајући ниво јавности у пословању и с тим у вези потпуно, истинито и благовремено објављивање информација о свим битним питањима која се тичу акционарског друштва, укључујући његово финансијско стање, успешност, власништво и структуру управљања.
4. Одговорност. Оквир корпоративног управљања треба да обезбеди стратешко усмеравање акционарских друштава, делотворно праћење извршних органа од стране управе друштва и одговорност управе према друштву и акционарима.

ОЕЦД Принципи корпоративног управљања од момента одобравања од стране надлежних лица, имају ауторитативну функцију за широки регион и од момента усвајања:

- Представљају мерило за креаторе политике, инвеститоре, корпорације и друге заинтересоване стране широм света,

---

<sup>46</sup> Навод према: Међународна финансијска корпорација. Корпоративно управљање приручник, Београд, 2011, стр. 11–12.

- Принципима је унапређен програм корпоративног управљања и
- Обезбеђене су посебне смернице за законске и регулаторне иницијативе како у земљама ОЕЦД тако и у земљама ван ОЕЦД,
- Форум за финансијску стабилност означио је Принципе као један од дванаест кључних стандарда за ваљане финансијске системе,
- Принципи такође пружају основу за широк програм сарадње између земаља ОЕЦД-а и оних који су ван њега, и
- Чине подршку компоненти извештаја Светске банке/ММФ о поштовању стандарда и прописа (РОСЦ) везаној за корпоративно управљање.

Принципи корпоративног управљања су по правилу еволутивни и треба их посматрати у светлу значајних промена околности. Да би остале конкурентне у свету који се мења, компаније морају уносити новине у праксу свог корпоративног управљања и прилагодити је тако да задовоље нове захтеве и искористе нове могућности. Слично томе, владе земаља имају велику одговорност за обликовање делотворног регулаторног оквира који пружа довољну флексибилност да омогући ефикасно функционисање тржишта и одговори на очекивања акционара и других заинтересованих страна.

У земљама с добро прихваћеним правилима корпоративног управљања, компаније поред оснивачког акта и евентуално статута имају и кодексе или смернице корпоративног управљања чија је намена да покажу посвећеност друштва добром корпоративном управљању. Већина кодекса или смерница дају кратке и једноставне изјаве о принципима и изражавају жељу управе друштва да се послови и односи у друштву одвијају на законит, савестан, непристрасан и друштвено одговоран начин.

Принципи ОЕЦД су послужили као основ за израду многих националних прописа о управљању, укључујући и прописе Републике Србије, као и кодексе корпоративног управљања које су усвојиле Република Србија, Привредна комора Републике Србије и Београдска берза<sup>47</sup>. Принципи могу да послуже као одлична референтна тачка за међународну праксу.

---

<sup>47</sup> Lj. Rajnović, Agencijski problem u funkcionisanju korporativnog upravljanja, *Pravni život*, godina LVII, 2007, str. 271–279.

## **II. КОНСТИТУЕНТИ ЗАИНТЕРЕСОВАНИ ЗА ПОСЛОВАЊЕ КОМПАНИЈА И АГЕНТСКИ (АГЕНЦИЈСКИ) ПРОБЛЕМ**

### **1. Конституенти заинтересовани за пословање компаније**

У респектабилном издању посвећеном корпоративном управљању истиче се да привредно (акционарско) друштво само на први поглед може изгледати као идиличан правни субјект који има један интерес, интерес власника капитала, без обзира да ли је власник један или их има више. Насупрот томе, чињеница је да је привредно друштво, пре свега изнутра, пуно сукоба и различитих интереса а утолико пре и према спољашњем свету, окружењу. Неизбежно је, дакле, постојање вишеструких интереса, и свакако ризика конституената: интерес акционара, поверилаца, запослених, интерес управе, интерес саме компаније, интерес друштва у социолошком смислу (државе).<sup>1</sup> Многи теоретичари овоме додају и интерес потрошача што се може оценити као сасвим оправдано, иако он није заснован на уговорном аранжману с привредним друштвом.

С аспекта економске науке, међутим, није реч ни о каквој наивности. У развоју економске теорије, наиме, искристалисало се неколико приступа фирми.<sup>2</sup> Према неокласичном приступу, уз све разлике између аустријске, лозанске и америчке школе, фирма се посматра као својеврсни економски субјект на тржишту који преображава ресурсе (факторе производње) у економска блага (робе и услуге) која се продају на тржишту. Овакав, технолошки или функционалан, приступ фирми анализира њено понашање, претпостављајући да је при свакој комбинацији фактора производње могуће одредити функцију која изражава највећи обим продукције уз одређени ниво техничког развоја. То је такозвана производна функција, која изражава зависност резултата производње од количине и квалитета утрошених фактора производње. Понашање фирме засновано је на избору обима и структуре ресурса и произведене продукције, а циљ фирме је успостављање таквих цена и обима продукције који би доносили максималан профит.

---

<sup>1</sup> М. С. Васиљевић, *Корпоративно управљање. Изабране теме*, Београд: Удружење правника у привреди Републике Србије, 2013, стр. 140.

<sup>2</sup> Видети неки од уџбеника институционалне економије, на пример: Д. С. Львов, *Институционална економика*, Москва: Инфра-М, 2001, стр. 134. и даље.

Укратко речено, у оквиру овог приступа фирма је посматрана као „црна кутија”: у њу улазе рад и капитал (фактори производње), а из ње излазе готови производи.

Насупрот неокласичном, институционални (и неоинституционални) приступ омогућио је да се фирма посматра као целовита организација, а не просто технолошки систем. Он је истакао субјектну структуру фирме и описао систем интереса свих лица која учествују у доношењу одлука фирме. Овај методолошки приступ дао је основу за признавање сложеног система односа, како унутар, тако и ван фирме, који утиче на њене типове понашања, организациону структуру и систем мотивације и награђивања.

У оквирима неоинституционалног приступа фирма је укупност контрактних (уговорних) односа унутрашњег и спољашњег нивоа. Тржиште се третира као спољашњи уговор о производњи неког производа, а фирма као унутрашњи уговор. Фирма може да купује производ на основу закљученог одговарајућег споразума с другим контрагентима или, пак, фирма може да произведе робу сама користећи унутрашње узајамне односе с радницима.

И друге теорије фирме (бихевиористичка, еволуциона) истичу сложеност фирме, што подразумева и постојање различитих интересних група (лица) у оквиру ње. Један од таквих модела, „агентски модел”, заснива ту сложеност на разликовању објективних положаја које у оквиру фирме заузимају менаџери према другим групама. С аспекта овог рада посебан значај има агентска (агенцијска) теорија фирме, која води порекло од Адама Смита и Берла и Минза, а промовисана је у раду Јенсена и Меклинга<sup>3</sup>. У нашој литератури преглед теорија фирми дао је недавно Ђ. Ђурић.<sup>4</sup>

На корпоративно управљање, с интерног аспекта, утиче однос између учесника у систему управљања, акционара, поверилаца и запослених, док је екстерни аспект корпоративног управљања усмерен на односе између компаније и спољних носилаца интереса, а то су добављачи, купци производа и услуга, владе земаља, државни органи и локална заједница у којој компанија послује.

Улога свих напред наведених учесника у корпоративном управљању и њихово међусобно деловање доста варирају како међу земљама чланицама ОЕЦД, тако и у земљама ван ОЕЦД. Степен у којем носиоци интереса учествују у корпоративном управљању у значајној мери зависи од

---

<sup>3</sup> M. C. Jensen & W. H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 4, 1976, 3.

<sup>4</sup> Видети нешто детаљније, посебно о агентској теорији: Ђ. Ј. Ђурић, *Корпоративно управљање, с посебним освртом на грађевинске компаније у Републици Србији*, докторска дисертација, Београд: Универзитет Џон Незбит, Факултет за пословне студије, 2016, стр. 33. и даље.

националних закона и праксе. Учешће запослених у органима управљања један је од примера механизма учешћа конституената (носилаца интереса) као и поменутих разлика међу земљама. Ипак, без обзира на разлике, постоји општа сагласност да савремена привредна друштва не могу делотворно да обављају своју делатност, а да истовремено игноришу интересе конституената. Ови односи подлежу не само законима и прописима, већ и добровољном прилагођавању и што је најважније тржишним законима и доброј пословној пракси, те стога степен учешћа интересних група у корпоративном управљању може бити и јесте различит од земље до земље.

С аспекта интереса за пословање друштва и ризика пословања, интересне групе (конституенти) заинтересоване за пословање друштва могу се поделити на интерне и екстерне.

### **1.1. Интерне интересне групе**

Већински власници капитала, који могу бити појединци, породице, блоковски савези или друге корпорације које делују преко холдинг компаније или узајамног учешћа у основном капиталу, могу знатно да утичу на понашање компаније. Као власници акција институционални инвеститори такође све више захтевају право на учествовање у корпоративном управљању.

У пракси је заступљно гледиште да је добро корпоративно управљање потребно засновати на респектовању интереса власника капитала и на њиховом утицају на пословање фирме, односно на менаџере. Постоји више разлога за овакав став а углавном се наводи веза између економске ефикасности компаније и интереса власника као и чињеница да су интереси власника најмање заштићени у односу на интересе других поменутих конституената.

Управа привредног друштва има вишеструки интерес за добро управљање и пословање друштвом. Управа друштва је носилац ризика али и интереса за добро пословање друштва, из више разлога: пре свега уколико се стекну одређени услови управа може бити субјект одговорности, материјалне и кривичне; може бити носилац ризика угрожавања сопствене репутације уколико друштво неуспешно послује; такође имовински захтев управе према друштву по основу рада, укључујући и клаузуле „дијамантског или златног падобрана” може бити ускраћен или угрожен услед неуспешног пословања компаније. Управа друштва има свој интерес „интерес управе”.

Истраживачи правила корпоративног управљања уложили су велики напор за изналагање могућности регулисања односа принципал – власник. То јесте главни проблем корпоративног права, иако се показало да у Републици Србији егзистира пртходни проблем, недостатак схватања власника капитала



о потреби увођења и уређивања доброг корпоративног управљања у привредном друштву. Проблем регулисања поменутих односа јавља се у ситуацији када постоји потреба одвајања власништва над капиталом од функције управљања.

Свугде у свету функционишу компаније, разних величина, почев од микро фирми, каквих има много на територији Србије, до огромних конгломерата, при том повезаних на све могуће начине, капиталом, уговором, узајамним капитал учешћем итд. Једну групу чине фирме којима управља власник и где не постоји реална потреба за преносом права управљања на друго лице, ради се пре свега о малим привредним друштвима, с мањим обимом пословања и с мањим бројем запослених.

Другу групу чине друштва, најчешће велике корпорације којима власници не управљају, већ то чине професионални менаџери, у којим случајевима се поставља питање регулисања односа принципал – агент. Дакле, инвеститори, власници новца поверавају свој иметак управи друштва у нади да ће пре свега сачувати свој иметак и остварити принос. Логично би било да менаџери воде поверени посао управљања на начин који ће обезбедити његово нормално и успешно функционисање и остваривање добити која ће обезбедити циљно функционисање. Међутим, циљне функције власника капитала и менаџера нису увек и у потпуности идентичне, чак напротив, често су конфликтне. Наведени конфликт најчешће наступа у компанијама, које своју функцију обављају у „зрелим“ годинама, када већ располажу знатним износима тзв. слободног нето новчаног тока. Често се јавља дилема да ли остварену добит треба расподелити власницима капитала као дивиденду, или је треба уложити у одговарајуће постојеће и/или нове пројекте. У таквим случајевима се поставља питање која је циљна функција менаџера, а која, власника капитала, да ли менаџмент заиста жели да оствари циљну функцију која се своди на максимизацију профита власника капитала или негу другу функцију за коју процењује да је циљна функција у том тренутку?

Власници капитала улажу свој новац у компанију, када им таква улагања омогућавају да увећају своје богатство. У ситуацији када компанија располаже слободним финансијским средствима, већински власник капитала ће највероватније дати сагласност на инвестирање расположивих средстава у свим случајевима када је тренутна вредност инвестиције позитивна или једнака нули, без обзира да ли су у питању планиране аквизиције или класични инвестициони пројекат, али може поставити и питање исплате дивиденде или дела добити. Интерес мањинских акционара је свакако исплата дивиденде.

Менаџмент улаже у компанију свој рад и знање, па би максимизирање његових надокнада за рад могла да буде његова циљна функција, али и

инвестирање у нове аквизиције, пре исплате дивиденде акционарима у циљу постизања сопствене добре репутације.

У свету егзистирају одређене теорије које покушавају да објасне мотиве конституената, пре свега већинског власника капитала и менаџмента, за одређеним понашањем:

Теорија, синдром стварање империје – објашњава да менаџери који управљају већим компанијама, остварују веће зараде по основу улагања свог специфичног знања и вештина. Менаџери већих компанија, осим финансијски мерљивих, остварују и такозване нематеријалне користи, као што су моћ и друштвени статус, што их наводи, да покушају аквизиције других компанија уколико ће се њихове надокнаде повећавати и имати утицај на сопствени друштвени статус, чак и уколико у тим случајевима не долази до позитивних ефеката на иметак власника капитала.

Теорија, мотив личне сатисфакције – циљ менаџера може да буде да покуша реализацију аквизиције у свим случајевима у којима ће тиме, по његовој процени омогућити развијање његових неискоришћених способности, талента, креативности и вештина у управљању новом компанијом.

Теорија, мотив осигурања запослења – менаџери, наведени мотив покушавају да остваре диверзификовањем ризика и минимизирањем трошкова финансијског неуспеха и банкротства или покушајима да се спречи да компанија којом менаџер управља постане мета преузимања.

Као што је наведено, главни проблем корпоративног управљања, агенцијски проблем, треба да се реши усвајањем одређених принципа и механизма, дакле правила корпоративног управљања, чији је циљ покушај усаглашавања и изједначавања интереса два примарна конституента, принципала и агента. Од успешности решавања наведеног односа зависи успешност компаније и обезбеђивање интереса свих других конституената. Најопштије питање у овом проблему је, зашто инвеститори, пре свега власници капитала али и кредитори поверавају сопствени новац неком другом – предузетнику или менаџеру, шта им даје наду, односно који су то механизми обезбеђења да ће инвеститор не само остварити принос него и повратити уложу главницу. Другим речима, зашто предузетници или менаџери ипак обично раде у корист инвеститора, а не украду или упропасте поверени новац. Крађа се може извести на различите начине:

- од непосредне крађе и превелике зараде,
- преко „уграђивања” разних врста,
- до ниских трансферних цена и продаје имовине у корист сопствене или „пријатељске” фирме.

## 1.2. Спољне интересне групе

Поред интерних интересних група, за успешно пословање компаније заинтересоване су и спољашње интересне групе: потрошачи, држава и локална заједница и други. Свака држава и локална заједница несумњиво су заинтересоване за успешно пословање друштава због интереса здраве животне средине, повећања броја запослених, финансијских прихода, интереса развоја, задовољења потреба потрошача, корисника роба и услуга компаније, одржавања система а друштвени углед компаније постаје њена значајна карактеристика и циљ. Интерес државе, као конституента, манифестује се кроз тзв. друштвену одговорност компаније, којој се све више придаје значај у целом свету.

*Интерес друштва.* Насупрот Америчком концепту, који сматра да је једини интерес који треба заштитити, интерес власника компаније као и максимизација профита у његову корист, немачки Закон о акционарским друштвима из 1937. године, који је у својим одредбама инкорпорисао интерес државе у акционарским друштвима (немачки Рајх) на основу концепта „посебног интереса компаније као правног лица”. Поменути закон уведен је модел управе у виду надзорног одбора, који штити посебан интерес компаније који се разликује од интереса других конституената<sup>5</sup>. Овај став данас је доминантно прихваћен у европској теорији и пракси.

Проблем корпоративног управљања, с интерног аспекта, јесте налажење баланса између учесника у систему управљања, акционара, управе компаније, интереса поверилаца и запослених, а с екстерног аспекта, однос између компаније и спољних носилаца интереса, а то су владе земаља, државни органи, локална заједница у којој компанија послује, потрошачи, добављачи итд.

Улога свих напред наведених учесника у корпоративном управљању и њихово међусобно деловање, доста варира међу земљама чланицама ОЕЦД тако и у земљама које нису чланице ОЕЦД, али постоји општа сагласност да савремена привредна друштва не могу ефективно да обављају своју делатност, а да истовремено игноришу интересе поменутих интересних група. Ови односи подлежу делом законима и прописима, а делом добровољном пилагођавању, пословном моралу и што је најважније тржишним законима и доброј пословној пракси и зато степен учешћа интересних група у корпоративном управљању може варирати од земље до земље. Општезаступљено гледиште је да је неопходно свим групама придавати важност и сугерисати респектовање и њихових интереса приликом разматрања унапређења корпоративног управљања.

---

<sup>5</sup> G. Koevski: Socijalna odgovornost velikih akcionarskih društava, *Pravni život*, 2005, 11.

Корпоративно управљање је усмерено и на проналажење начина да носиоци интереса улажу у људски и физички капитал на социјално ефикасном нивоу, што је свакако интерес и државе и локалне заједнице а конкурентност и коначан успех друштва су исход тимског рада свих носилаца интереса. Компаније с добрим корпоративним управљањем више респектују и награђују своје запослене, јер су способне да схвате вредности људских ресурса.

Добро корпоративно управљање подразумева поштовање законитих интереса свих учесника у корпоративним активностима, поверење између свих група укључених у корпоративне активности, које могу да побољшају квалитет пословања компаније, путем повећања вредности компаније, раста компаније, отварања нових радних места, способности компаније да привуче инвестиције и повећање финансијске стабилности и профитабилности компаније.

Поред наведених односа горе поменутих лица, ови односи могу да обухвате и друге стране с различитим и понекад супротним интересима. Тако између главних органа унутар привредног друштва, тј. скупштине акционара, директора (извршних и неизвршних) и чланова надзорног одбора (у складу с прописима Србије) могу постојати различити интереси.

Супротни интереси најчешће постоје између власника капитала и управе компаније који се, како је наведено, називају „принципал – агент” проблемом. Конфликти могу да постоје и унутар сваког органа управљања, као на пример међу акционарима (већински против мањинских, акционари који својим гласовима контролишу друштво против оних који га не контролишу, индивидуални акционари против институционалних акционара, домачи акционари и страни акционари) и члановима одбора друштва (извршни директори против неизвршних, спољни против унутрашњих, независни против зависних); органа који врши надзор над пословањем компаније, а сваки од ових супротних интереса мора се пажљиво посматрати, добро уредити и држати у равнотежи.

У свим корпоративним регулативама, укључујући законе, подзаконска акта и аутономна правила, скупштина власника капитала, доноси најважније одлуке, као што је, на пример, расподела добитка и губитка, статусне промене, располагање имовином велике вредности, избор органа управљања компаније, надзорних органа и тела, итд. У Србији, одбор директора (неизвршни директори) у једнодомном систему управљања, односно надзорни одбор друштва у дводомном систему управљања, генерално је одговоран за усмеравање и надзор, одређивање стратегије друштва и контролисање извршних руководилаца. Најзад, извршни директори воде свакодневне послове, као што су спровођење стратегије, формулисање планова пословања, управљање људским ресурсима, развијање маркетиншких и продајних стратегија и управљање средствима и друге

послове из њихове надлежности.

Циљ уређивања односа између наведених конституената је обезбеђивање дугорочног одржавања и повећања вредности улога власника, кроз правилно распоређивање права и одговорности.

Поред наведеног, екстерни аспект корпоративног управљања усредсређује се на односе између друштва и његових носилаца интереса. Носиоци интереса су појединци или институције које имају интерес у друштву. Такав интерес може да проистекне из прописа или уговора, као и из друштвених или географских односа. Носиоци интереса обухватају инвеститоре, али и запослене, добављаче, потрошаче, регулаторне органе и државне органе, као локалну заједницу у којој друштво послује. Неки аутори као важан елемент у списак носилаца интереса укључују и носиоце активности усмерене ка заштити животне средине.

Многи међународни прописи, укључујући и Принципе ОЕЦД-а, разматрају улогу носилаца интереса у процесу управљања. О улози носилаца интереса у управљању расправљало се и у прошлости, при чему су неки тврдили да носиоци интереса немају никаква друга права у погледу друштва, осим оних која су конкретно наведена у закону или уговору. Други су тврдили како привредна друштва испуњавају важну друштвену функцију, имају утицај на друштво, па према томе морају деловати у општем друштвеном интересу.

Ово гледиште, дакле, признаје да привредна друштва повремено треба да делују на штету акционара. Интересантно је да постоји општа сагласност како модерна привредна друштва не могу да делотворно обављају своје пословање, а да истовремено игноришу интересе интересних група. Постоји, међутим, сагласност да друштва која непрекидно стављају интересе других носилаца интереса испред интереса акционара не могу остати конкурентна на дуги рок и постепено морају губити у непрекидној тржишној утакмици.

Суштински аспект корпоративног управљања јесте обезбеђење прилива спољног капитала акционарским друштвима, односно друштвима капитала. Корпоративно управљање бави се и проналажењем начина да се носиоци интереса подстакну на улагања у људски и физички капитал конкретног друштва која су на социјално ефикасном нивоу. Конкурентност и коначан успех једног друштва резултат су тимског рада који отеловљује доприносеза низа добављача ресурса, укључујући инвеститоре, запослене, повериоце, кредиторе и добављаче, под условом уређености привредног амбијента у коме компанија послује. Друштва треба да препознају и прихвате чињеницу да доприноси носилаца интереса чине вредан ресурс за изградњу њихове конкурентности и профитабилности. Стога је у интересу друштава да подстичу корисну сарадњу с носиоцима интереса, и успоставе оквир управљања који признаје ове интересе и препознаје њихов допринос

дугорочном успеху друштва, који ће се одразити на интересе свих конституената.

Степен у којем носиоци интереса учествују у корпоративном управљању компаније у великој мери зависи од националних закона и праксе и стога може варирати од земље до земље. Представљање запослених у органима управљања јесте један пример таквих механизма учешћа носилаца интереса; други пример су процеси управљања који узимају у обзир гледишта носилаца интереса при доношењу одређених кључних одлука.

У сваком случају, органи управљања у друштву имају интереса да посвете дужну пажњу овом сложеном питању и улози носилаца интереса у управљању друштвом.

## **2. Агентски (агенцијски) проблем**

### **2.1. Проблем корпоративног управљања – проблем одвојености власништва и управљања**

Зашто, дакле, настаје проблем управљања предузећем? Из наведеног би требало да је то јасно – зато што су одвојени власништво и управљање. Иако се начелно то одвајање може појавити и код других наведених типова предузећа, оно је по природи ствари лоцирано у предузећа која се дефинишу као акционарска друштва (корпорације). Ту је власништво мање или више распршено (по правилу постоји велики број власника), предузеће је по правилу велико и сложено организовано, његова делатност је дисперзована, има много запослених итд. Чак и када би постојао један власник, он не би могао сам да управља таквим предузећем. У случају више власника, то је по себи разумљиво. Значи, нужно је управљање препустити неком другом – професионалним менаџерима.

Тако у предузећима настаје оно што се у економској (и не само економској) теорији зове и проучава као агенцијски проблем<sup>6</sup>, или проблем принципал – агент. Принципал (власник/ци) уступа агенту (професионалним менаџерима) извршење одређеног посла, овде управљање предузећем. Као и сваки посао, и овај захтева уговорни однос – регулисање услова под којима се посао уступа и обавља. Тај однос, и то регулисање, има правни и економски аспект. Економски се састоји у проблему – како обезбедити да менаџер управља у корист власника, што с аспекта власника и јесте циљ препуштања посла агенту.

---

<sup>6</sup> Будући да је у питању ангажовање *агента* (а не агенције), у духу српског језика прикладније би било да се користи термин агентски проблем, као што је то, рецимо, случај у руском језику.

Међутим, агентски (агенцијски) проблем општији је од овде наведеног. На пример, ми уступамо посао сопственог лечења (одабраном) лекару. Али, хоће ли он радити у нашу корист, тако да елиминише проблем (болест), или у сопствену корист, тако да нас што дуже лечи (а не излечи), како би зарадио што више. Или, ми уступамо посао (судски спор) адвокату. Хоће ли он радити у нашу корист, да реши спор, или у своју, да спор што дуже траје? Сетимо се анегдоте о оцу који је водио спор двадесетак година, и сину који је тај спор решио одмах, чим га је преузео. И не само то, проблем је општији и у економском смислу, од ког смо овде кренули. Наиме, чак и у једноставним, малим предузећима власник, који је истовремено и менаџер, унајмљује раднике који за њега обављају одређени посао. Однос међу њима такође је однос принципала (властодавца) и агента (заступника), и такође представља предмет уговорног регулисања. Проблем је, наравно, исти: хоће ли агент/и радити у корист принципала, или ће следити сопствени интерес (корист).

Агентски проблем, дакле, настаје у случају постојања (неког) заједничког подухвата, у коме интереси бар једног учесника нису или потенцијално могу да не буду конвергентни с интересима других учесника, а тај учесник има могућност да на основу добијеног овлашћења дискреционо доноси одлуке којима се утиче на успех заједничког подухвата. Према томе, можемо одредити основне услове за настанак агентског проблема<sup>7</sup>:

1. постојање заједничког подухвата у коме учествују најмање два лица;
2. потенцијална неконвергентност интереса најмање једног учесника у односу на интересе других учесника;
3. учесник с потенцијално другачијим интересима има овлашћење од других учесника да доноси одлуке којима може утицати на успех заједничког подухвата; и
4. добијено овлашћење даје учеснику с потенцијално другачијим интересима одређен степен дискреције у доношењу одлука.

Агентски проблем се у микроекономској теорији првенствено разматра као проблем асиметричне информисаности, дела економске теорије који је током последњих деценија 20. века доживео велику експанзију.

У сржи агентске теорије налазе се три претпоставке.<sup>8</sup> Прва је заједничка великој већини економиста независно од овде разматраног проблема, и састоји се у тврдњи да појединци максимизују свој сопствени интерес (корист). Друга је знатно више везана за агентску теорију: социјални живот је низ уговора, или размена, управљаних конкурентним сопственим

---

<sup>7</sup> В. Радовић, Утицај агенцијских проблема на право акционарских друштава и корпоративно управљање, стр. 235. У: *Корпоративно управљање – зборник радова*, Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 2008.

<sup>8</sup> Ch. Perrow, *Economic Theories of Organization, Theory and Society*, 1986, 1–2, стр. 12.

интересима. Трећа је усмерена на интерну организациону анализу: мониторинг (надгледање) захтева трошкове и није увек ефикасан, посебно у организацијама, стога се подстиче понашање које задовољава сопствени интерес, односно саботирање и посебно опортунизам укључујући преваре. Уговори се крше због сопственог интереса и могу да се крше због трошкова и неефикасности надзора. Агентска теорија тежи изради модела на основу тражења ефективних путева писања, склапања и надгледања уговора којима би се минимизовало њихово кршење.

Какве су импликације решавања агентског проблема? Да ли и зашто држава треба да буде заинтересована за то? Показује се да овај, у суштини микро-проблем, ипак има значајне макро-импликације. Од успеха у решавању агентског проблема зависи да ли ће власници новца (капитала) да га улажу (инвестирају) у предузећа, а од тих одлука зависи не само успех и напредак једног (изолованог) предузећа, већ и успех и напредак целе привреде, и последично целог друштва. Управо, о степену успешности којим је решен агентски проблем може се судити на основу тога колико су власници новца спремни да га улажу у предузећа. Другим речима, инвестициона клима показује успешност решавања агентског проблема.

## 2.2. Три типа агентског проблема

Наведени проблем односа власника-акционара и управе предузећа најчешће се у теоријским и практичним разматрањима наводи као типичан пример агентског (агенцијског) проблема<sup>9</sup>. Он, доиста, у одређеном смислу то и јесте. И не само то, он је један од највећих проблема корпорацијског света, и њему се, у принципу, придаје највише пажње. Међутим, у корпоративном свету то није једини облик овог проблема. Постоје, заправо, његова три типа<sup>10</sup>:

- 1) сукоб интереса (однос) власника (акционара) и управе предузећа,
- 2) сукоб интереса (однос) великих и малих акционара, и
- 3) сукоб интереса (однос) трговачког (привредног) друштва, тј. његових (су)власника и осталих могућих конститутивних интереса – ризика.

Први од наведених сукоба (проблема корпоративног управљања), како се најчешће истиче, постоји само у случају одвојеног власништва од управљања, посебно у условима велике дисперзије власништва, односно

---

<sup>9</sup> Агентски (агенцијски) проблем познат је и као проблем принципал – агент. Према *Речнику српскога језика* (стр. 1029, 17) принципал је господар, послодавац а агент (између других значења) онај који ради за нечије интересе.

<sup>10</sup> М. С. Васиљевић, *Корпоративно управљање. Изабране теме*, Београд: Удружење правника у привреди Републике Србије, 2013, стр. 83. и даље.



постојања великог броја малих акционара.<sup>11</sup> Такве ситуације карактеришу велика привредна друштва, односно акционарска друштва. Суштина проблема корпоративног управљања овде се своди на питање како да власници (акционари) контролишу управу друштва (управни одбор и извршни директори – менаџери), односно како да их мотивишу (натерају) да раде не у корист сопствених интереса, већ у интересу власника. Дакле, то је типичан пример наведеног проблема принципал – агент, где се као принципал појављују власници (акционари) а као агент управа привредног друштва. Величина и значај овог проблема, наравно, зависи од конкретне власничке структуре у свакој компанији, која се може значајно разликовати. Ипак, структура власништва великих компанија у свету показује одређене типове, тако да се с великим нивоом уопштавања може говорити о барем два типа: англо-саксонски, с уситњеним (дисперзованим) власништвом, и европски, где су више заступљени крупни акционари. Дискусије око начина решавања овог (типа) проблема умногоме су условљене управо власничком структуром. Тако се сматра, или претпоставља, да ће повећање власништва у рукама инсајдера побољшати корпоративно управљање, као и да ће минимизацији проблема водити концентрисање власништва. Наведени правци размишљања (и истраживања) очито имају значаја за англосаксонски тип структуре власништва великих компанија.<sup>12</sup> Другачија је ситуација с великим компанијама у европском типу власништва, где је већина великих фирми део породичних бизниса група, при чему те породичне групе имају контролне пакете у неколицини отворених акционарских друштава, а затим се таква власничка структура пирамидално шири. Овде већ имамо тип проблема који је у основи сличан проблему наведеном под 2).<sup>13</sup>

Проблем односа власника и управе типичан је пример агентског проблема, он је најраније запажен и њему је посвећено највише пажње, како у теорији тако и у практичним истраживањима. У односу принципала и агента, агент (управа друштва) има велику предност услед постојања асиметрије у информисаности – агент поседује знатно више релевантних информација (и знања) од принципала.

Други проблем корпоративног управљања, односно агентског проблема, јесте сукоб интереса малих и великих акционара. Овде мали акционари представљају принципала, а велики агента (заступника), који би по

---

<sup>11</sup> Наравно, проблем односа власника и запослених постоји и у другим типовима предузећа, али то не мења његов карактер агентског проблема.

<sup>12</sup> У САД 80% великих компанија је у власништву дисперзованих акционара, а 20% је породичних, док је у Великој Британији 100% компанија у власништву дисперзованих акционара. Навод према: М. С. Василевић, *Корпоративно управљање. Изабране теме*, Београд: Удружење правника у привреди Републике Србије, 2013, стр 84.

<sup>13</sup> О облицима агентских проблема у оваквој власничкој структури видети у: R. Morck and B. Yeung, Agency Problems in Large Family Business Groups, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 27, 2003, № 4.

---

дефиницији требало да штите интересе принципала. Дакле, да при доношењу пословних одлука раде и у њихово име и за њихов рачун, с обзиром на то да имају фидуцијарну дужност према привредном друштву чији су акционари. У оваквим компанијама агентски проблем испољава се, дакле, као тежња менаџера да делују у корист великих акционара, односно породичних група у чијим је рукама контролни пакет акција.

Трећи проблем корпоративног управљања је сукоб интереса компаније, тј. њених (су)власника и других евентуалних носилаца конститутивних интереса (ризика) у њој. Овде позицију принципала имају ти други носиоци конститутивних интереса (ризика), док позицију агента (тј. заступника интереса принципала) има сама компанија, односно њени власници (акционари).

Када се говори о агентском (агенцијском) проблему, најчешће се има у виду његов први тип. То је и нормално, с обзиром да је он први уочен, и да је, бар у економском домену, најизраженији. Један од првих који је запазио и истакао проблем који произилази из одвојености власништва и управљања био је велики шкотски економист и филозоф Адам Смит (Adam Smith)<sup>14</sup>, који је у томе видео велики проблем за развој крупних компанија, односно последично и за цео привредни развој. Сам проблем, који се развијао упоредо с развојем привреде и великих корпорација, стекао је емпиријску верификацију у делу Берла и Минза<sup>15</sup>, на почетку 1930-их година.

Ипак, право оснивање нове, агентске (агенцијске) теорије уследило је тек на почетку 1970-их година. Тада су Стивен Рос (Stephen Ross) и Бари Митник (Barry Mitnick), у радовима које су објавили готово истовремено<sup>16</sup>, прогласили да је основана нова теорија. При томе, Рос је одговоран за настанак економске а Митник институционалне теорије. Базични концепти у обема теоријама, наравно, слични су. И један и други имали су, свакако, одређене претходнике. Како истиче Митник<sup>17</sup>, Рос је јасно одредио агентски проблем као општи, не само као проблем који постоји у теорији фирме, поставио је свој рад ван постојећег тока теорије фирме<sup>18</sup>, као и општијих

---

<sup>14</sup> Своје главно економско дело Богатство народа (An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations) Смит је објавио 1776.

<sup>15</sup> The Modern Corporation and Property Right, New York, 1932.

<sup>16</sup> S. A. Ross, The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *American Economic Review*, 63, 1973, 2, и В. М. Mitnick, Fiduciary rationality and public policy: The theory of agency and some consequences. Paper presented at the 1973 Annual Meeting of the American Political Science Association, New Orleans, LA. In Proceedings of the APSA, 1973.

<sup>17</sup> В. М. Mitnick, Origin of the Theory of Agency. An Account by One of the Theory's Originators, 2006, <http://www.pitt.edu/~mitnick/agencytheory/agencytheoryoriginrev11806r.htm>

<sup>18</sup> W. J. Baumol, *Business behavior, value and growth*, New York: Macmillan, 1959; R. Marris, *The economic theory of "managerial" capitalism*, New York: Free Press of

формалних приступа доношењу одлука у условима ризика или неодређености, и у различитим стањима информисаности<sup>19</sup>, али је ипак много преузео од тих радова. Рос је преформулисао проблем у терминима агентских односа и јасно идентификовао кључни проблем и кључне променљиве. С друге стране, Митник се, радећи независно, интересовао за проблеме који су имали општији институционални карактер. У области теорије организације и конкретног радних односа (послодавац – радник), одређене идеје дали су још Честер Барнард<sup>20</sup>, Џејмс Марч и Херберт Сајмон<sup>21</sup> и Питер Кларк и Џејмс Вилсон<sup>22</sup>.

Ми се нећемо детаљније бавити питањем порекла агентске теорије, истаћи ћемо само као својеврстан куриозитет да се Митник не помиње у том контексту у неким важнијим радовима<sup>23</sup>, што је доста чудно само по себи.

Агентска теорија врло брзо је нашла примену у разним дисциплинама – рачуноводство, економика, финансије, маркетинг, политичке науке, организационо понашање, социологија, али је врло дуго носила епитет контроверзне теорије.<sup>24</sup> Економски аспект теорије дуго је био доминантан у оквирима друштвених наука, тако да је и преглед литературе која се њиме бави најпотпунији у текстовима посвећеним овој страни проблема.<sup>25</sup> Један од првих покушаја да се теорији приступи с неекономског аспекта, пре свега социолошког, дала је С. Шапиро, средином прве деценије 21. века.<sup>26</sup> Овај моменат посебно је важан за Србију, где и десетак година касније важи оцена да је „[к]орпоративно управљање у Србији, и у смислу дефиниције, више [...]

---

Glencoe, 1964; O. E. Williamson, *The economics of discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firm*, New Jersey: Prentice-Hall, 1964; A. A. Alchian & H. Demsetz. Production, information costs, and economic organization, *American Economic Review*, 1972, 5.

<sup>19</sup> K. J. Arrow, Uncertainty and the welfare economics of medical care, *American Economic Review*, 1963, 5; A. M. Spence & Richard Zeckhauser. Insurance, information, and individual action, *American Economic Review*, 1971, 2; J. Marschak & R. Radner, *Economic theory of teams*, New Haven: Yale University Press, 1972.

<sup>20</sup> C. I. Barnard, *The functions of the executive*, Cambridge, 1938.

<sup>21</sup> J. G. March & H. A. Simon, *Organizations*, New York, 1958.

<sup>22</sup> P. B. Clark & J. Q. Wilson, Incentive systems: a theory of organizations, *Administrative Science Quarterly*, 1961, 2.

<sup>23</sup> Као такав пример можемо навести рад К. М. Eisenhardt, Agency Theory: An Assessment and Review, *The Academy of Management Review*, 1989, № 1; у којем се Митник помиње само као неко ко је користио агентску теорију у политиколошкој науци.

<sup>24</sup> K. M. Eisenhardt, Agency Theory: An Assessment and Review, *The Academy of Management Review*, 1989, 1, стр. 57.

<sup>25</sup> Видети, на пример: Т. М. Мое, The New Economics of Organization, *American Journal of Political Science*, 1984, 4, или К. М. Eisenhardt, Agency Theory: An Assessment and Review, *The Academy of Management Review*, 1989, 1.

<sup>26</sup> S. P. Schapiro, Agency Theory, *Annual Review of Sociology*, 31, 2005.

---

било предмет економске струке него правне”, што се очигледно односи не само на право.

### 3. Начин решавања проблема принципал – агент

Од успешног решавања (првог) агентског проблема зависи да ли ће власници капитала уопште решити да га уложе у привредна друштва или неће, а од те одлуке зависи у крајњој линији економски напредак целог друштва. Поставља се стога питање – како је (и да ли је) могуће решити овај агентски (агенцијски) проблем, односно могу ли се менаџери, и како, приморати да раде у корист власника. Из чињенице да се у развијеним тржишним економијама огромне суме капитала ипак сливају у копорацијски сектор може се закључити да је агентски проблем углавном решен на задовољавајући начин и да инвеститори верују да постоји разумно висока вероватноћа да менаџери раде у корист компаније а самим тим и у корист власника капитала.

Интерес власника при томе требало би да је јасан – максимизација профита (при томе, управо максимизација, а не било какав профит). А шта је интерес менаџера? Како се решава проблем, како се усклађују ови различити интереси? Аутори књиге *Унапређење корпоративног управљања*<sup>27</sup> наводе два очевидна, али како сами истичу неодговарајућа решења:

- перманентан и свеобухватан надзор принципала над агентом, и
- прецизан, свеобухватан уговор између принципала и агента.

Зашто ова решења нису задовољавајућа? На цитираном месту истиче се да се у случају оба решења јављају озбиљни, нерешиви проблеми. За друго решење (свеобухватност уговора), јасно је – свеобухватан уговор, којим би се предвидело све, принципијелно није могућ, и зато увек постоји нешто што уговором није предвиђено, постоји одређени домен (поље) дискреције, ван уговора, а које омогућује одређену (већу или мању) дискрецију, слободу агента. Ова, уговором непрецизирана дискреција на страни агента враћа нас на почетно питање – зашто би менаџер радио у корист власника а не у сопствену корист? Код првог решења, проблем је мало сложенији – што је контрола обухватнија она више кошта, тако да је као и увек потребно самеравати користи и трошкове. С друге стране, менаџер увек располаже с више информација, при томе релевантних информација. Ова асиметричност у информисаности заправо онемогућава власника да контролише менаџера – менаџер зна више! Он је професионалац и он је далеко ближи пословању компаније од (удаљеног) власника. Власник управо зато и ангажује менаџера

---

<sup>27</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003, стр. 13.

што овај други зна више. Вишак информација (и знања) код менаџера онемогућава добар надзор власника над њим.

Менаџерски уговор настао је као резултат константног трагања за могућим унапређењима пословања привредних друштава, откривања и елиминисања узрока слабости у процесу одлучивања а у многим земљама се законодавство и регулација мењају како би све било у складу с новим трендовима, у циљу обезбеђења бољег пословања привреде, у складу с дугорочним развојем тржишта и незобилазним процесом екстерне експанзије многих компанија у свету и у Србији сразмерно њеним потенцијалима.

Данас је добро управљање компанијом главна полуга остваривања раста и брзине прилагођавања променама на тржишту великих и јаких компанија у постизању стратешких циљева за будућност. У вези с овим процесом је и корпоративно реструктурирање и управљање мотивисано потребом да се компанија прилагоди тржишту у најширем смислу речи, предузимајући различите мере и поступке контракције или сажимања с једне стране и експанзије с друге стране у организационом и пословном смислу ради побољшања пословања и позиције на тржишту.

Када се говори о агентском (агенцијском) проблему, тј. односу власника и менаџера, искрсавају још нека питања. Прво, да ли је добро да менаџер ради на максимизацији вредности предузећа, односно на максимирању профита? Изгледа да међу економистима овде нема несагласности. Менаџери су сходно економској тачки гледишта, дужни да следе принцип (циљ) максимизације профита. Зашто? Код друштва лица, да се подсетимо, овакав проблем се не појављује. Ако приватник не максимира профит, он ће губити конкурентску утакмицу са својим супарницима, другим предузећима, опадаће његове перформансе, и он ће на крају бити истиснут од стране конкуренције, уколико наравно пре тога не пропадне стварајући губитке. Да ли иста логика вреди и за корпорацију? С појавом тзв. менаџерске револуције, око 1930. године и касније често су се појављивале теорије које су тврдиле да предузеће више не следи циљ максимизације профита, већ неке друге циљеве. Међутим, увек се на крају, после сваке од тиме започетих дискусија међу економистима, испостављало да процес тзв. економске природне селекције приморава менаџере да напусте те друге циљеве и да се врате управо максимизацији профита.

Циљна функција менаџера треба да буде максимизација профита, односно вредности компаније. Економска ефикасност се максимизује онда када компанија ради најефикасније а то је онда када је циљна функција класично максимизовање профита компаније, односно када менаџер ради у корист власника.

Уколико менаџер максимизује неку другу циљну функцију, нпр. сопствене бенефиције или најбржи раст укупног прихода компаније или запосленост у

компанији или нешто четврто резултат ће бити инфериорна економска ефикасност и зато очигледно незадовољавајуће решење са становишта корпоративног управљања.

С тим у вези, основна обавеза менаџера је да придаје важност и сугерише респектовање интереса компаније приликом предлагања и разматрања пословних одлука, односно стратегије пословања компаније. Степен до кога је менаџер способан да креира одлуке компаније, брзина одлучивања и вештина предвиђања кретања активности на тржишту представљају основне одлике доброг менаџера што је најзначајнији фактор за одлуке о инвестирању и позицију компаније на тржишту.

Да би компаније остале конкурентне у свету који се мења, менаџери морају уносити новине у праксу свог одлучивања и пословања компаније и прилагодити их тржишту тако да задовоље нове захтеве и искористе нове могућности узимајући у обзир наравно, трошкове с једне стране и користи регулисања с друге стране.

Последица евентуалног неуспеха да се реши проблем доброг управљања компанијом, односно избор неефикасног менаџера од стране надлежног органа, свакако је нижа економска ефикасност, праћена слабијим финансијским резултатима компаније и губици.

Показатељи успешног менаџерства су видљиви кроз остваривање циљне функције компаније – максимизације профита, односно вредности компаније. Такође, тржиште капитала – берза, с разлогом се сматра дисциплинујућим средством понашања менаџера, будући да се тржишна цена акција формира на основу свих расположивих информација о компанији, па тако неминовно одражава успешност пословања компанијом, осим општих неповољних тржишних кретања за слабије резултате компаније и наравно, када се тржиштем хартија од вредности манипулише, с нивоа берзанских шпекулатана, инсајдерских информација, политике итд.

### **3.1. Неопходност јасног дефинисања обавеза менаџера**

Добро управљање компанијом поред осталог, може бити мотив менаџера да стекну и очувају сопствену пословну репутацију, што се може постићи dobrим перформансама компаније којом управља и поштовањем свих обавеза према инвеститору. Уколико ово решење није праћено осталим механизмима, менаџер може проценити да му је исплативије да води компанију у сопственом интересу него да стиче репутацију. Добит на првој страни, може бити већа од губитка на другој, у ком случају, ослонац инвеститора на репутациони мотив менаџера доноси неминовни неуспех.

Неопходно је јасно дефинисање фидуцијарну дужност менаџера према корпорацији праћене тужбама суда у случају повреде прописаних и претпостављених дужности. Суштина је да се менаџери подстакну на добар и поштен рад под претњом тужбе пред судом за несавестан или намерно штетан рад. Било би корисно унапред прецизирати показатеље пословног раста који се могу објективно утврдити и с тим у вези, пратити и ценити успешност обављања менаџерске функције.

Интереси запослених не могу бити озбиљно угрожени нестручним или несавесним управљањем зато што се њихово потрживање према друштву своди на исплату накнада зарада, евентуално неких награда или других бенефиција, да се наведене исплате одвијају у кратким роковима и дуг према запосленима никада не може бити велики, тако да ни висина штете не може бити велика. Поред наведеног у таквом случају запослени могу да напусте компанију без великих губитака и евентуална потраживања мањег обима да остваре у поступку стечаја као повериоци који имају приоритетни ранг у наплати потраживања у стечају, у Србији и свуда у свету у одређеном обиму, односно до одређене висине потраживања признатог законским прописима.

Повериоци такође поседују снажно средство заштите својих интереса које проистиче из стечајног законодавства, могу увек, да компанију, онда када су им угрожени интереси, односно када им она не исплаћује дугове, отерају у стечај и наплате своје потраживање из стечајне масе али и путем средстава уговорног права, активирањем одговарајућег средства обезбеђења и на тај начин наплате своје потраживање.

Једина група која не поседује такву или сличну заштиту су власници капитала. Њихово право у стечају долази последње и наплаћују се тек када су сви остали поверици у потпуности намирени и уколико преостане део имовине као стечјне масе (из наведеног разлога се и називају резидуалним повериоцима стечајног дужника). Једино је њихова веза с компанијом отворена, тј. заснована на неодређено време и без нумерички спецификованог потраживања, које се свакако не може предвидети.

Ипак и међу акционарима, односно власницима капитала компаније, има разлике. Акционар, власник малог броја акција, односно удела у својини над компанијом (мањински акционар, мањински власник удела) нема интереса да надзире менаџмент зато што би трошкови такве активности били за њега превисоки, а нема ни могућности утицаја на понашање менаџера зато што је његов удео у власништву занемарљив. Због тога је за малог акционара природна позиција слепог путника (*free rider*), у којој он очекује од других власника, одговарајући, позитиван утицај на менаџмент у правцу ефикасности, од кога би и он сам профитирао без труда и трошка. Из наведеног се може закључити да највећи ризик пословања компаније сноси већински власник капитала и зато је оправдано да се његов интерес највише заштити.

У ситуацији када је власништво над капиталом компаније дисперзовано, то се сви власници понашају на исти начин, пасивно ишчекују да посао обави неко други и, да не постоје решења за проблем, власници би остали без икаквог утицаја на менаџмент. Насупрот томе, сви они имају јасан интерес да менаџмент буде контролисан, а поставља се питање како обезбедити потребну колективну акцију индивидуално незаинтересованих ситних власника, ради очувања и увећања њихове имовине.

### **3.2. Да ли предузећима треба управљати у интересу акционара**

Друго питање је важније и комплексније. А оно гласи: Да ли предузећима треба управљати у интересу акционара? Ово питање се може срести у разним варијантама, на пример: које би интересне групе (конституенце) требало да имају важну (или најважнију) улогу у корпоративном управљању? Да ли су то само власници – акционари, или одговарајући значај и улогу треба да имају и други: кредитори, запослени, добављачи и др? Међу економистима по том питању нема (потпуне) сагласности. Највећи број сматра да је добро корпоративно управљање потребно заснивати на респектовању интереса власника и на њиховом утицају на пословање предузећа, односно на менаџере. Овакво мишљење је заступљено у поменутој књизи „Унапређење корпоративног управљања” из 2003, прве књиге код нас у периоду транзиције посвећене проблематици корпоративног управљања. Аутори су свој став заснивали на двама аргументима, двама основним разлозима:

- веза између економске ефикасности и интереса власника, што је већ истакнуто, и
- чињеница да су интереси власника најмање заштићени међу интересима свих конституенци (интересних група).

Први став (разлог) је коментарисан, и не би требало да је споран. Други став заслужује ипак краћи коментар. Поставља се, најпре, питање: да ли је та констатација тачна? Објашњење (и образложење) које се даје у књизи доста је поједностављено. Тако се каже да интереси запослених не могу бити озбиљно угрожени лошим управљањем зато што се исплата плата (најамнина) одвија у кратким роковима, због чега дуг према запосленима никада не може бити велики. У једној уређеној привреди, с развијеним радним и другим законодавством ово је (бар највероватније) тачно. А код нас? Стиче се утисак да су сутори описивали неку другу привреду, или бар да овај и овакве ставове нису извлачили из стварности већ из некаквих књига. Даље, у књизи се каже да сви повериоци, било да су кредитори или добављачи, уз помоћ снажног средства заштите потраживања (стечајно законодавство) увек могу да отерају предузеће у стечај и да се наплате из стечајне масе. Да ли је баш тако? Да ли је, бар код нас, стечајно законодавство тако добро? А и ако јесте, тј. ако би било, да ли се повериоци



могу намирити и у којој мери? Најзад, аутори су истакли да једино акционари не поседују такву или сличну заштиту. Њихово право у стечају долази последње, они се наплаћују тек када су остали повериоци намирени. Они се често тако и називају – резидуални повериоци. С друге стране, једино је њихова веза с предузећем отворена, односно заснована на неодређено време и без бројчано спецификованог потраживања. ово последње изгледа неспорно. Ипак, чак и када би сви побројани моменти били тачни (дакле, када бисмо пред собом имали уређену привреду), остало би питање – да ли то све значи да је (и) то довољан аргумент да се поткрепи тврдња да предузећима треба управљати у интересу акционара. Чини се да теорија (и пракса) корпоративног управљања ту још није рекла последњу реч.

Вратимо се на само питање: да ли предузећима треба управљати у интересу акционара? У нешто другачијој аргументацији, то се питање разрешава овако. Акционари поседују предузеће, и зато предузећем треба управљати у интересу акционара. Ово је на линији досадашњих разматрања. При томе, не ради се о некаквој етичкој (моралистичкој) тези. Реч је о томе да акционарима нису зајемчена никаква фиксна плаћања, а јесу запосленима (имају фиксне плате), испоручиоцима или снабдевачима (њима се плаћају утврђене конкретне цене), банкама-кредиторима (њима се плаћају фиксне каматне стопе, па чак и променљиве, тј. оне се штите још и могућношћу да мењају сулове кредитирања након датих кредита) и свима осталима који су на било који начин укључени у пословање. Приход акционара зависи од пословања предузећа и то има даје највећи подстицај да обезбеде да предузеће послује добро. Ако предузеће оде у стечај, акционари губе све, док се сви остали „актери” макар и делимично намирују. Дакле, може се рећи да акционари сnose ризик који немају други, а то их подстиче да максимално побољшају пословање предузећа. Када се управља за добробит акционара, онда се у највећој мери увећава профит предузећа (дакле, оно што остаје када се исплате сви издаци), и тиме се максимално увећава и друштвени допринос предузећа. Довде је аргументација на линији претходно реченог, иако и уз мало другачије резонување, односно другачију терминологију.

Ипак, колико је и ова аргументација чврсто заснована? Тачно је да су акционари власници предузећа, али треба истаћи и да су они најпокретљивији интересенти (актери), а као такви они често не брину баш највише (неки ће чак рећи – они најмање брину) за дугорочну будућност предузећа (осим највећих акционара, који не могу да продају своје акције а да тиме не изазову озбиљан поремећај целокупног пословања). На тај начин, акционари, посебно мањи, мада и не искључиво мали акционари, преферирају оне корпоративне стратегије које максимално увећавају краткорочни профит, обично по цену дугорочних улагања, и које максимално увећавају дивиденде од тог профита, а све то још више слаби дугорочну перспективу предузећа, с обзиром да се смањује део профита који би се могао користити за поновно улагање. Значи, ако се предузећем

управља само за добробит акционара, тиме се често смањује потенцијал за дугорочни раст предузећа.

### 3.3. Шта је интерес акционара

Према томе, испоставља се да је кључно питање – шта је интерес акционара? Они јесу (су)власници, али из тога не мора нужно да следи да су они заинтересовани за (дугорочни) живот и раст предузећа. Откуд то проистиче? Да бисмо то разумели, вратимо се мало у историју.

Први облици предузећа били су оно што данас зовемо друштва лица, најчешће инокосно предузеће (један власник) или ортачко друштво. Оснивачи – власници таквих предузећа одговарали су (као што и данас одговарају) за такво предузеће целом својом личном имовином (а не само имовином свог предузећа), укључујући и своју личну слободу – у случају пословног неуспеха могло се пасти у дужнички затвор. Насупрот томе, у данашњем свету срећемо много фирми (у Енглеској, САД и другде) које у свом називу садрже реч (или само скраћеницу) која означава „ограничено” (L, Ltd и сл.). Тако постоје PLC (public limited company – јавно предузеће с ограниченом одговорношћу), LLC (limited liability company – друштво с ограниченом одговорношћу), Ltd (limited company – приватно акционарско друштво), итд.

Limited (ограничено) свугде се ту односи на одговорност. Када се каже ограничена одговорност, то значи да ће улагачи, ако предузеће банкротира, изгубити само онолико колико су уложили у то предузеће (свој удео). То је оно што је карактеристично за данашња друштва капитала. Ограничена одговорност је изум 16. века, и потиче из (Западне) Европе. Међутим, све до средине 19. века у пракси се тешко реализовала – да би се могло основати предузеће с ограниченом одговорношћу била је потребна краљевска повеља (односно, посебна владина повеља у републикама). Зашто је било тако? Одговор можемо наслути (или дознати) из једног исказа чувеног Адама Смита, једног од највећих пропагатора приватног предузетништва: „директори [друштава са ограниченом одговорношћу]... пре су управитељи туђег новца него свог, властитог, па се не може очекивати да ће они над њим бдети са истом брижном пажњом као што ортаци у неком приватном трговачком друштву [тј. ортаклуку] често бде над својим новцем.”<sup>28</sup> Смит се управо из тих разлога противио оваквом облику предузећа.

Дакле, постојао је отпор да се омогући располагање туђим новцем, што заправо омогућава ограничена одговорност – сматрало се да они који управљају оваквим предузећем (предузећем с ограниченом одговорношћу), а

---

<sup>28</sup> А. Smit, *Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda*, Beograd: Kultura, 1970, стр. 1024.

да притом немају потпуно, дакле стопостотно власништво над тим предузећем, преузимају прекомеран ризик зато што део новца којим располажу и који улажући ризикују није њихов. С друге стране, они који су улагали средства у предузеће с ограниченом одговорношћу, а да притом не руководе њиме, постајали су у мањој мери опрезни и будни када је реч о надзору над управом предузећа, с обзиром да су њихови ризици били ограничени (као и њихово улагање).

Из тих разлога, државе су до средине 19. века одобравале пословање с ограниченом одговорношћу само изузетно великим и ризичним подухватима који су оцењивани као пројекти од националног значаја. Такви су били холандска Источноиндијска компанија основана 1602. и њен велики такмац истог назива, британска Источноиндијска компанија, основана две године раније.<sup>29</sup> Али, таква је такође чувена (по злу) Компанија Јужног мора (South Sea Company)<sup>30</sup>. Балон (мехур) ове последње, након махнитих шпекулација у оквирима, између осталог, тада незамисливе трговине са шпанским колонијама, као и конструкције и производње точкова за *regretuum mobile*, пукао је 1721. осрамотивши за дуго времена не само себе већ и тај тип предузећа.<sup>31</sup> Управо ова последња иницирала је доношење закона у британском парламенту (Bubbles Act of 1720) којим се забрањује издавање акција неовлашћеним компанијама.

Средином 19. века појавиле су се велике индустријске компаније, као што су железнице, челичане и фабрике хемијских производа, тако да потреба за ограниченом одговорношћу постаје више него насушна. И многе земље почињу да уводе тај облик пословања у привредни живот: Шведска 1844, Велика Британија 1856, а затим и друге. Ипак, неповерење и отпор према овим предузећима нису тако брзо нестали. Оно што је посебно интересантно, и стога то вреди поменути, јесте следеће. Док су се А. Смит и многи други заговорници слободног тржишта и капитализма противили ограниченој одговорности, један мислилац, филозоф и економист, који важи за заклетог непријатеља капитализма, Карл Маркс међу првима је схватио значај ограничене одговорности за развој капитализма. Већ 1856. године Маркс је, пишући у свом главном делу о кредиту и о берзи, када је она била још само узредна, предузеће с ограниченом одговорношћу визионарски назвао „највишим досадашњим ступњем капиталистичке производње”.<sup>32</sup> Наравно, Маркс је то посматрао с аспекта своје визије социјалистичког друштва –

---

<sup>29</sup> R. Monks & N. Minow, *Corporate Governance*, 3<sup>rd</sup> ed., Malden, 2004, стр. 101.

<sup>30</sup> Ову компанију основао је 1711. Роберт Харли (Robert Harley), гроф од Оксфорда.

<sup>31</sup> У низу оваквих шпекулација ипак се посебно истицао пројект оснивања „компаније за извођење једног изванредно корисног подухвата али с тим да нико не сме сазнати о каквом је подухвату реч” (наведено према: J. Galbraith, *Novac. Odakle je došao, gde je otišao*, Beograd: Grmeč, 1997, стр. 57.).

<sup>32</sup> K. Marks, *Kapital. Kritika političke ekonomije*, III tom, Beograd: Kultura, 1961, стр. 1272.

---

сматрао је да ће одвајање руководства предузећа од имовине и поред тенденције да подстиче прекомерне ризике омогућити да се елиминишу капиталисти (јер они више не управљају предузећем), а да се не угрози напредак остварен у капитализму. При томе, он је увиђао изванредне предности за материјални напредак који ће бити обезбеђен управо развојем акционарских друштава.

Марксово предвиђање у сегменту „прелаза на социјализам” није се остварило. Бар не онако како је он мислио. Али, ипак се не може рећи да он није пророчки сагледао улогу предузећа с ограниченом одговорношћу – нова институција опште ограничене одговорности увела је производне снаге капитализма у потпуно нову раван, изазвавши огромно убрзање акумулације капитала и технолошког развоја. У самом почетку ове нове ере изгледало је да проблем управљања, од ког су тако страховали А. Смит и многи други, и није нарочито важан. Било је то доба великих, харизматичних предузетника – Хенри Форд (Henry Ford, 1863–1947), Томас Алва Едисон (Thomas Alva Edison, 1847–1931), Ендрју Карнеги (Andrew Carnegie, 1835–1919) и др. Они су управљали великим предузећима, али били су и власници великог дела предузећа којима су управљали. Била су то два кључна момента која су их спречавала да преузимају прекомерни ризик (иако не значи да тога није било).

Временом су се појавили нови, професионални менаџери који су заменили своје харизматичне претходнике. Они су временом постајали све доминантнији, а акционари су постајали пасивнији у одређивању пута којим ће се предузећа развијати и начина на који ће се њима управљати.

Од тридесетих година 20. века наступило је оно што је названо „менаџерска револуција”, и све више се говорило о настајању менаџерског капитализма.<sup>33</sup> „Капетани индустрије”, како су капиталисте у традиционалном смислу звали викторијанци, уступили су место бирократима од каријере (који остају бирократи, иако су запослени у приватном сектору). Сада је почело да се обистињује страховање да ће најмљени менаџери управљати предузећем у сопственом интересу, а не у интересу власника, акционара. Тврдило се да уместо да максимирају профит менаџери максимално увећавају продају (да би максимално увећали саму компанију и тако ојачали сопствени престиж) и непосредно се ангажују у престижним пројектима који подстичу њихов его, али компанији доносе мало профита. Постоје и други мотиви који покрећу менаџере. После неколико деценија појавили су се заговорници идеја да менаџерске иницијативе треба осмислити на начин који ће самим менаџерима омогућити да максимизују профит. Било је то, наравно, признање посебних интереса менаџера и покушај да се изгради систем њиховог мотивисања. Резултати, међутим, нису били адекватни.

---

<sup>33</sup> Прекретницу је означила књига А. Berle & G. Means. *The Modern Corporation and Property Right*, New York: Harcourt, Brace & World, Inc., 1932.

### 3.4. Максимизација тржишних вредности акција

Затим је осамдесетих година 20. века пронађена максимизација тржишних вредности акција, као тај дуго тражени мотивациони фактор<sup>34</sup>. Тврдило се да професионални менаџери треба да буду награђени сразмерно износу (добити, односно дивиденде) који могу да донесу акционарима. Да би се то постигло било је потребно:

1. максимално увећати профит драстичним смањењем трошкова – издатака за плате, улагања, залиха, броја руководилаца средњег нивоа итд.,
2. највећи могући део оствареног профита треба да буде подељен акционарима – кроз дивиденде и поновни откуп већ издатих и на берзи пласираних акција.



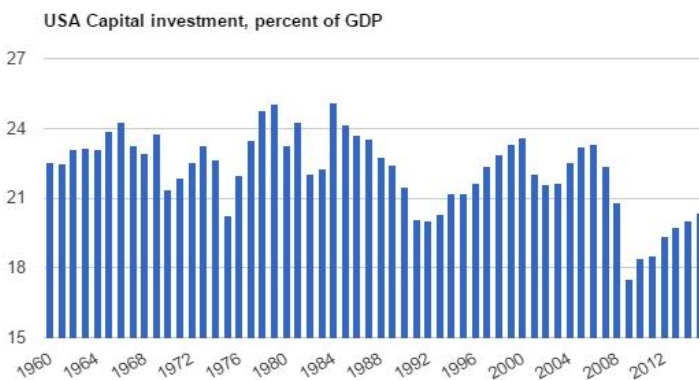
Слика 5. Удео профита у БДП САД  
<https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=17Sm>

Да би се менаџери подстакли да се понашају на тај начин, потребно је повећати удео њихових компензација тако да се он повећава процентуално, сразмерно профиту предузећа, пошто ће се они на тај начин много више идентификовати с интересима акционара. За ову идеју залагали су се акционари, али и многи професионални менаџери, међу њима и Џек Велч (John Francis „Jack” Welch, Jr., р. 1935) дугогодишњи председник фирме Џенерал Електрик (1981–2001). Велч је први пут 1981. употребио израз „акционарска вредност”, и убрзо је максимизација тржишне вредности акција постала оличење духа времена у америчком корпоративном свету. Удео профита у националном дохотку, који је опадао од средине 1960-их и нарочито у првој половини 1980-их, знатно се увећао средином 1980-их и

<sup>34</sup> Или „Свети грал”, како га назива Х. Ц. Чанг (Н. Dž. Čang, *23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu*, Веоград: Мали врт, 2013, стр. 41).

отада непрекидно расте, с одређеним флукуацијама и изузимајући период кризе (вид. сл. 5). Акционари су истовремено добијали већи део тог профита у виду дивиденди, а вредност акција је расла. Расподељени профит је у укупном профиту америчких корпорација од 1950-их до 1970-их износио 35–45%, да би крајем 1970-их почео да расте и сада већ прешао 60%. Оваква пракса је брзо захватила и друге земље, пре свега Велику Британију, а нешто спорије земље које су имале другачију корпоративну структуру моћи и менаџерску културу.

Тако је заправо створена својеврсна спрега – акционари су престали да доводе у питање астрономске менаџерске зараде, јер су од тога сами имали велике користи, дивиденде и цене акција су расле. А све то финансирано је истеривањем свих осталих актера у животу предузећа. Радна места су немилосрдно кресана, многи радници су остајали без посла, а затим поново запошљавани као несиндикализовани с мањом платом и мањим бројем радничких повластица, а раст плата је умањиван или спречаван (врло често пребацивање пословних погона у друге земље, што је познато као аутсорсинг, *outsourcing*). Под притиском корпорација, или у спречи с њима, влада је смањивала порез на добит корпорација. Све то водило је повећању неједнакости доходака, једној од најизразитијих карактеристика глобализације.



Source: TheGlobalEconomy.com, The World Bank

Слика 6. Стопа инвестиција у САД 1960–2015, у % БДП  
Извор: [http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital\\_investment/](http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital_investment/)

Све је то само по себи лоше. Међутим, да ствари буду још горе, стално растући удео профита у националном доходу од осамдесетих година 20. века није био преточен у већа улагања. Према подацима Светске банке, у периоду 1960–2015 просечна стопа инвестиција (удео инвестиција у БДП) и

SAD била је 22,19%, с минимумом од 17,51% у 2009. и максимумом од 25,08% у 1984. Инвестиције су заправо опадале од средине 1980-их, када је удео инвестиција био око 20,5%, да би у периоду 1990–2009 пао на 18,7%, а раст током последњих година након 2009. још није вратио стопу на ниво пре кризе (видети слику 6). Уз то, није дошло до повећања ефикасности коришћења капитала који би могао да надокнади нижу стопу улагања. Стопа раста дохотка по становнику у САД пала је с 2,6% годишње током 1960-их и 1970-их на 1,6% у периоду 1990–2009, а слично је у истим периодима било и у Великој Британији – с 2,4% стопа је опала на 1,7%.<sup>35</sup>

Међутим, постоји нешто што може да следи као наставак у овом набрајању негативних страна максимизације тржишних вредности акција. Томе доприноси с једне стране увећање профита (то је остваривано кресањем трошкова), а с друге стране откупљивање сопствених акција. Предузеће, наиме, користи део профита да откупи акције које је само издало и пласирало на тржиште, чиме одржава високу цену акција и тиме посредно прерасподељује још више профита акционарима. До 1980-их откуп сопствених акција износио је мање од 5% профита америчких компанија, да би тада почео да расте и пред избијање кризе 2007. достигао је 90%, а 2008. апсурдних 280%.<sup>36</sup> Компанији Џенерал Моторс недостајало је 35 милијарди долара 2009. да избегне банкрот. А у периоду 1986–2002 за откуп сопствених акција она је утрошила 20,4 милијарде.

Према подацима S&P, које је презентовао Лазоник<sup>37</sup>, а односе се на стицање (откуп) сопствених акција и дивиденде за 292 компаније из S&P 500 Index у јануару 2008. које су биле котиране у 1980, кретање дивиденди и откупа сопствених акција приказано је на слици 7. Слика говори сама за себе, и уопште не зачуђује што је одговарајући одељак у свом раду Лазоник насловио као „Оружје тржишних манипулација”.

Колике размере је узела та апсурдна „трка” дивиденди и откупа сопствених акција, где су издаци за ове друге у времену непосредно пред кризу 2008. далеко премашили прве, показао је Лазоник на другом месту<sup>38</sup>, између осталог и на једном илустративном и поучном примеру. Чувени Џенерал Моторс утрошио је на откуп сопствених акција у периоду 1986–2002 20,4 милијарди долара, а затим у 2009. није могао да обезбеди неопходних 35 милијарди долара и избегне банкрот. Тако је плаћено предњачење у максимизацији тржишне вредности акција, од чега су (краткорочну) корист имали и менаџери и акционари.

---

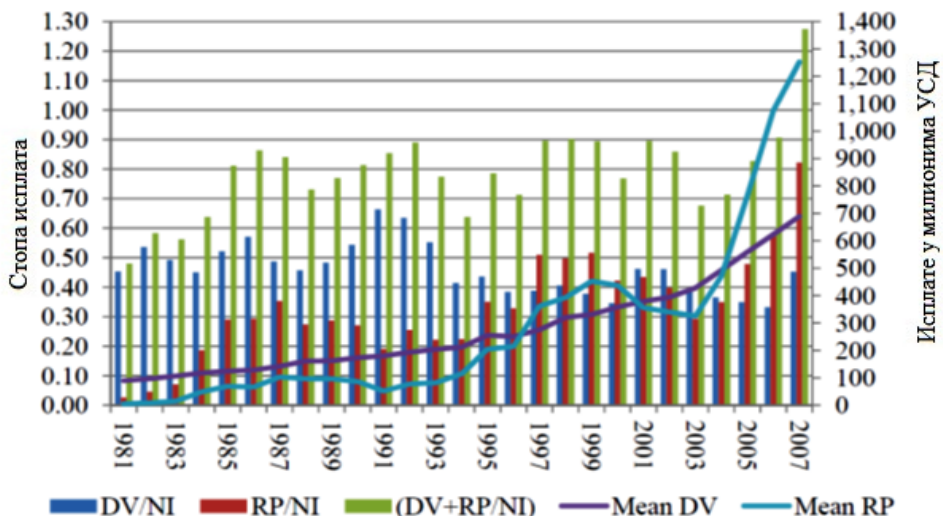
<sup>35</sup> Н. Дž. Čang, *23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu*, Beograd: Mali vrt, 2013, стр. 43–44.

<sup>36</sup> Н. Дž. Čang, *23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu*, Beograd: Mali vrt, 2013, стр. 44.

<sup>37</sup> Standard & Poor's Compustat Database (North America, Fundamentals Annual) and company 10-K filings.

<sup>38</sup> W. Lazonick, The Buyback Boondoggle, *BusinessWeek*, August 13, 2009.

---



Слика 7. Стопа дивиденди (DV) и откупа сопствених акција (RP) према нето дохотку (NI), и средње вредности исплате дивиденди и откупа сопствених акција, 1981–2007; 292 компаније у S&P 500 Index у јануару 2008.

Извор: W. Lazonick, *The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained*, *Seattle University Law Review*, 2013, № 2, pp. 883.

Све то наноси дугорочну штету компанијама угрожавајући њихове дугорочне перспективе. Зато се и поставља питање – да ли би акционари, као власници компанија, требало да се због тога забрину, јер они су ти који ће највише изгубити ако њихова компанија дугорочно крене силазном путањом. Нажалост, показује се да су управо акционари понајмање одређени за дугорочну одрживост предузећа међу свим различитим економским актерима. Они, наиме, најлакше могу да изађу из предузећа – све што треба да ураде је да продају своје акције, па макр и уз мали губитак. Свим осталима је теже да напусте предузеће.

Дакле, максимизација тржишне вредности акција наноси штету предузећу, као и привреди у целини. Због тога већина богатих земаља неанглосаксонског света покушава да смањи утицај слободних акционара и да одржи (или да оформи) групу дугорочних актера (која обухвата и неке акционаре) помоћу разних формалних и неформалних средстава. У неким земљама влада је задржала знатан акционарски удео у кључним предузећима (на пример, Рено у Француској или Фолксваген у Немачкој), или посредно (рецимо у Француској или Кореји), и ту онда делује као стабилни акционар. Неке земље (Шведска) допустиле су различита гласачка права за различите класе акција, у неким земљама постоје облици формалног представништва



запослених (на пример, присуство представника синдиката у назорним одборима предузећа у Немачкој). У Јапану је уведен систем унакрсног акционарства међу пријатељским или сарадничким компанијама.

Као закључак наведимо да је управљање предузећима у интересу нестабилних, колебљивих акционара не само погрешно и неправично, већ и неефикасно, и то колико са становишта националне привреде, толико и са становишта самог предузећа. А Џек Велч, аутор и пропагатор идеје максимизације тржишне вредности акција, не тако давно признао је да је то (акционарска вредност) вероватно „најглупља идеја на свету”<sup>39</sup>.

### 3.5. Могућа решења

У књизи *Унапређење корпоративног управљања*<sup>40</sup> наведено је да се решавање поменутих проблема у управљању корпорацијама обично тражи на девет подручја, односно кроз девет механизма који га могу ублажити. То су:

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

Већина ових механизма ослања се на непосредну регулацију функционисања корпорација, док само неки нису непосредно везани за корпорације (репутација, тржиште капитала). Основни избор који стоји пред регулаторима је следећи: како регулисати велике активне акционаре, а да се

---

<sup>39</sup> Навод према: Н. Дž. Čang, *23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu*, Београд: Мали врт, 2013, стр. 48.

<sup>40</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003, стр. 16.

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

За детаљније разматрање ових механизма треба се обратити књизи, а неке од акцената, проблема и дилема (чак делом и више него што је у тој књизи наведено) дали смо у претходном излагању.

### **3.6. Нека практична решења и импликације**

Наведени модели представљају теоријске конструкције, које су тек у одређеној мери (као и свака теорија) засноване на пракси. А у самој пракси, агентски проблем, односно проблем уређивања делатности менаџера решавају све земље, односно све државе. Погледајмо нека од решења.

Најпре, потребно је нагласити да менаџери, без обзира на своју релативно добру позицију у односу на акционаре, ипак немају потпуну слободу у остваривању својих интереса. Акционари, наиме, имају могућности да реагују на одлуке менаџера и могу их, ако нису задовољни политиком која се у њихово име води, гласањем на скупштини акционара сменити. А уколико и немају такву могућност, они могу на финансијском тржишту да уступе (продају) своја права на својину. Свака продаја ових права на својину (акција) сугерише смањивање вредности предузећа на берзи, што је за менаџере лош сигнал који може да доведе до смањења њихових примања (ако су ова везана за вредност акција предузећа) и у сваком случају им умањује могућности аутономног доношења одлука. Такве перспективе, по прихваћеним мишљењима, приморавају менаџере да се, ипак, не удаљавају превише од интереса, односно циљева власника.

У сваком случају, односи између акционара (као власника) и менаџера, који се у оквиру теорије посредовања називају односима посредништва, проузрокују више врста трошкова:

- трошкови надзирања које акционари морају да снесу како би били сигурни да менаџери раде у њихову корист и да воде политику која им је наложена,

- трошкови које стварају менаџери да би гарантовали својим наредбодавцима извршење својих обавеза и који се могу сматрати као накнада за случај неизвршења обавеза,
- резидуални трошкови који су опортунни и одговарају губицима које носе акционари или менаџери у случају да се, узимајући у обзир претходне трошкове, њихови интереси међусобно супротстављају.

Према томе, пословање оваквих, менаџерских предузећа оптерећено је сукобом интереса власника и управе. Тај сукоб разрешава се регулацијом саме функције управљања. Облици ове регулације могу бити различити, почев од забране тзв. сталног директорисања (Perpetual Directorship), затим увођења правила кворума када се за доношење појединих одлука предвиђа поред присуства чланова управног одбора и присуство одређеног броја (рецимо половине) акционара итд. Такође, пред управу предузећа често се од стране власника поставља као ограничење постизање одређеног нивоа профита, исказаног као задовољавајућа профитна стопа, који треба да омогући исплату дивиденди и да оправда даље ангажовање менаџера у фирми. Алтернатива томе може бити обим промета, или пак стопа раста профита.

Најзад, у односе акционара и менаџера може се, доношењем одређених регулаторних и других решења, умешати и држава. Тако је у САД, на пример, након кампање против „прекомерних примања” менаџера, у којој је између осталих учествовало и америчко удружење акционара, Комисија за вредносне папире и берзу (Securities and Exchange Commission) одлучила да, почев од 1993, свака компанија котирана на берзи мора да:

- објави плате пет најбоље плаћених менаџера ако њихова годишња примања прелазе 100.000 долара,
- у годишњем извештају обавести које су премије и финансијске бенефиције одобрене менаџерима,
- објави вредност укупних акција одобрених менаџерима по цени нижој од тржишне цене (stock options), и
- упореди примања пар главних менаџера с берзанским перформансама компаније и предузећа сличних величина.

### **3.7. Могућа решења агенцијског проблема**

Пракса развијених тржишта капитала показала је да ипак постоји решење проблема на релацији принципал – агент, односно да је наведени проблем могуће ако и не решити оно бар ублажити. Решење зависи од услова који утичу на само успостављање система корпоративног управљања и разликује се од земље до земље. Свакако, промене околности захтевају промене у једном успостављеним системима решавања наведених односа. При томе, решење је могуће тражити на неколико подручја, односно путем неколико

механизма који се углавном заснивају на непосредној регулацији функционисања компанија а неки нису непосредно везани за корпорације као нпр. репутација менаџера, тржиште капитала итд.

Приликом уређивања наведених односа поставља се питање како регилисати статус великих акционара који су активни у свом утицају на компанију а да се при том добије најбоља равнотежа између менаџерске дискреције и заштите другог дела акционара – мањинских акционара, под условом да акционарство није досперзовано. Неки теоретичари сматрају да се најкраћи и најдиректнији пут решавања проблема принципал – агент састоји у подстицању појаве крупних активних власника капитала, акционара или ималаца удела, који би могли да контролишу менаџмент у сопственом интересу као и интересу других, малих акционара. Међутим, опште је познато да наведено ствара могућност да се договором неколико крупних акционара и менаџмента, тајним договорима, експропришу, односно умање, угрозе интереси малих акционара. Због тога би, према мишљењу неких теоретичара, била потребна заштита малих акционара, што би значило ограничавање улоге крупних акционара и што би могло водити непожељном ширењу дискреције менаџмента.

Различите земље свакако имају различите погледе, праксу и нормативни оквир на наведене дилеме. Неке земље потенцирају заштиту малих акционара кроз ограничавање улоге великих, док друге преферирају јачу контролу менаџмента од стране великих акционара.

Пракса најстаријих тржишта капитала у свету, Велике Британије и САД, показала је да је уређивање поменутих односа могуће чак и у случају велике дисперзије акционарства, какво је тржиште САД, где постоје хиљаде и хиљаде малих акционара у великом броју компанија, власника корпорације, а импозантне економске позиције многих америчких корпорација ипак показују да је баланс између различитих циљева пре свега власника капитала и менаџера, а затим и осталих интересних група, пронађен.

Постоје најмање три важна и разумљива разлога дисперзије акционара у компанијама:

- прво, зато што је имовина (богатство) многих појединаца мала у поређењу с величином могуће инвестиције, односно с вредношћу компаније,
- друго, зато што појединци који поседују довољну имовину и који могу стећи веће уделе у својини над компанијом улажући више новца, често мисле, да је за њих боље, да диверзификују ризик инвестирајући мање износе у више компанија, и
- треће, у циљу бриге о ликвидности сопствене имовине, власник може избегавати стицање већих удела, односно већег броја акција у компанији пошто их је понекад теже продати.

Дакле, могућа решења проблема принципал – агент могла би се заснивати на следећим основама:

- уређивање интереса менаџмента и власника, кроз подстицајне шеме награђивања менаџера,
- ослонац на тежњу менаџера да стекну и очувају сопствену пословну репутацију,
- прецизно дефинисање фидуцијарне дужности менаџера према компанији праћене тужбама суду у случају повреде дефинисаних дужности,
- установљење контроле рада менаџера,
- укрупњавање акционарства, односно делимична концентрација својине и контроле у рукама једног или више већих инвеститора,
- заштита права мањинских акционара,
- тржиште капитала,
- непријатељско преузимање компаније
- борба за заступничке гласове акционара на скупштини акционара итд.

### 3.7.1. Награђивање менаџмента

Различити интереси принципала и агента и њихово довођење у склад, могли би се решити успостављањем таквог система награђивања менаџера који би био подстицајан за његов рад у интересу акционара и компаније. Уређивање интереса менаџмента и власника кроз подстицајне шеме награђивања менаџера уобичајено се састоји из три компоненте.

- Прва компонента представља могућност награђивања менаџмента за њихов рад у компанији исплатом основне плате у унапред договореном фиксном износу. За разлику од других земаља, наведена компонента је у Србији заступљена углавном као једина компонента награђивања менаџмента компаније у највећем броју привредних друштава, тако да његова зарада ни на који начин не зависи од остварених резултата пословања привредног друштва. Таква позиција за менаџера је свакако угодна, уколико је зарада на задовољавајућем нивоу –ризик пословања компаније не утиче на његову зараду. Али, тако одређена зарада не може бити подстицајна за напоран рад менаџмента посвећен остваривању боље економске позиције друштва, сталног раста друштва, односно настојања да се буде у лидерској позицији.
- Друга компонента награђивања менаџера компаније састоји се из одређивања награде менаџменту из дела средстава који одражава краткорочне перформансе компаније и заснован је на рачуноводственом профиту. У Србији у малом броју привредних друштава наилазимо на класичан концепт награђивања „главног” менаџера комбинацијом

награде исплатом фиксне плате и дела награде који зависи од финансијских резултата пословања привредног друштва.

➤ Трећа компонента би требало да одражава дугорочне перформансе и везује се за будућу вредност фирме (тј. тржишну цену акција), реализује се кроз опције за куповину акција (*stock options*), што подразумева право менаџера да у тачно одређеном будућем времену купи акције дате компаније по унапред одређеној непроменљивој цени. То значи, што је виша тржишна цена акције компаније у тренутку доспевања права менаџера на куповину акција, то је већа његова зарада. У неким земљама овакав начин награђивања менаџмента може да инкорпорира и друга права, на пример отпремнину приликом отказа у земљама где отпремнина није дефинисана као императивно правило (САД), пензијска права итд. У Србији је то случај у веома малом броју привредних друштава, где постоји наглашено подстицајни систем награђивања, где менаџер (углавном „главни” директор) у потпуности дели ризик свог управљања привредним друштвом, са друштвом, тако да му зарада зависи само и искључиво од пословања друштва.

При том, у последњем случају се поставља питање како формулисати пакет награђивања менаџмента. Пре свега нигде не постоје јасна и потпуно дефинисана правила о томе како структурирати разне бенефиције, на пример које бенефиције укључити у пакет а које не, затим, које параметре одредити као мерило вредности бенефиција. Менаџери такође имају другачије ставове поводом вредновања одређених бенефиција, неки су можда заинтересовани за куповину акција компаније под повлашћеним условима, други нису, систем награђивања који одговара једном менаџеру не одговара другом, затим би се могло поставити питање да ли евентуална разлика у бенефицијама сваком менаџеру, ставља њих у различите позиције, што би код појединих могло изазвати незадовољство.

Друго, постоји ризик манипулација од стране менаџера с циљем обезбеђивања превисоких бенефиција нереалних у односу на постигнуте резултате компаније. Професионални менаџмент може искористити ситуацију недостатка информација и знања представника органа компаније који доноси одлуку о висини награђивања, дешава се да је тај орган под његовом контролом, може нереално да прикаже финансијске резултате компаније који су основ за одређивање награђивања менаџмента, као што је било у скорашњим америчким скандалима. Такође, може да искористи своју бољу информисаност и уговори корекцију система награђивања непосредно пре неког важног догађаја који је њему познат итд.

На основу досадашњих теоретских истраживања и праксе, евидентно је да систем награђивања менаџмента, као могућност решавања проблема принципал – агент, може да подстакне менаџере да раде у интересу власника али свакако не може представљати једино и савршено решење за проблем корпоративног управљања.

### **3.7.2. Репутација менаџмента**

Један од могућих начина решавања проблема корпоративног управљања на релацији принципал – агент, може бити ослонац на тежњу менаџера да радећи за компанију стекну и очувају сопствену пословну репутацију, што се може постићи добрим перформансама компаније којом управља и поштовањем свих обавеза према инвеститору, а не радећи у сопствену корист. Добра репутација менаџмента повећава њихову цену на тржишту менаџера, омогућава им привлачење новог капитала, путем нових кредитних односа, путем издавања нових емисија акција итд. Свакако, стицање репутације се постиже повећањем вредности компаније, на све могуће начине укључујући и поштовања свих обавеза према инвеститорима.

Проблем с овим моделом решавања односа принципал – агент је у томе што уколико ово решење није праћено осталим механизмима и могућностима решавања поменутог односа, менаџер може проценити да му је исплативије да води компанију у сопственом интересу него да стиче своју репутацију. Добит на првој страни, може бити већа од губитка на другој, у ком случају, ослонац инвеститора на репутациони мотив менаџера доноси неминовни неуспех компанији и инвеститорима у акције.

### **3.7.3. Фидуцијарна дужност менаџера**

Усклађивање интереса између принципала и агента могло би се решити избором таквог менаџмента, да се може рачунати на обавезу менаџера да буде лојалан компанији и акционарима, односно да својим поступањем делује у њиховом најбољем интересу.

Обавеза фидуцијарне дужности менаџмента је у највећем броју земаља, укључујући и императивне прописе у Србији, регулисана на законској основи, са разлога да би се менаџери подстакли на добар и поштен рад под претњом тужбе пред судом за несавестан или намерно штетан рад према компанији и акционарима.

Сва законска решења која прописују обавезу фидуцијарне дужности менаџмента, јасно дефинишу фидуцијарну дужност менаџера према корпорацији као и правна средства, тужбе суду, које заинтересована лица могу користити у случају прекршаја правила.

Недостатак овог система решавања проблема корпоративног управљања је у томе што је свуда у свету врло компликовано утврдити квалитет пословних одлука које доноси менаџмент, који се тешко доказује у евентуалном судском поступку, због чега се чак и у развијеним земљама света избегава вођење

судских поступака чији би предмет био утврђивање квалитета одлука менаџмента.

Насупрот наведеном, сви закони света санкционишу и углавном кажњавају, у поступцима пред свим судовима, непосредан рад менаџера у сопствену корист, што се лакше доказује, пошто сви закони или актономна акта компанија садрже одредбе које забрањују претерану зараду, непосредну крађу, издавање хартија од вредности себи, својим пријатељима, рођацима и другим лицима из ближе околине менаџера итд.

Познато је да је у англосаксонским земљама врло развијена правна заштита акционара, односно инвеститора у акције, заснована првенствено на обавези управе да буде лојална компанији и да поштено и савесно ради у интересу акционара. У поменутих земљама у основном капиталу компанија углавном доминира један или више крупних акционара као главни инструмент доброг корпоративног управљања.

У англосаксонском правном систему акционарима компаније стоји на располагању веома ефикасно правно средство, тзв. *цласс аџтион*, односно, тужба која је усмерена против корупције у корпорацији, где се једном тужбом обухватају сви они који су погођени неком активношћу усмереном против њихових права, чиме се за појединачне акционаре смањују трошкови вођења судских поступака.

Основ за судску заштиту акционара против менаџмента је тзв. дериватна тужба, која је предвиђена и нашим законом који регулише материју привредних друштава, где тужиоци, акционари као власници над корпорацијом, нападају активност менаџмента, као што је крађа, издавање акција из нових емисија, себи или лицима из своје ближе околине, доношење штетне одлуке, у име корпорације. Тужбом се може тражити обустава извршења неке већ донете одлуке менаџмента, или обустава запосчете активности или доношење одлуке суда о накнади претрпљене штете уколико је одлука већ извршена, односно активност спроведена.

Интересатно је да прописи који регулишу материју компанијског права у Србији, такође предвиђају, поред индивидуалне тужбе за заштиту права акционара, који има могућност да покрене сваки акционар уколико је неко негово индивидуално право повређено, нпр. није му исплаћена дивиденда и, колективне тужбе акционара где се дејство судске одлуке односи на све акционаре који су у време доношења одлуке односно у време извршења активности менаџмента били у истој позицији, као нпр. у случају утврђивања другачије цене акција у поступку принудног откупа, акционарима стоји на располагању и дериватна тужба која је толико раширена у англосаксонском праву.



Међутим, у Србији дериватна тужба ни један једини пут није коришћена у пракси као инструмент заштите права акционара, против одлуке, односно активности управе привредних друштава. У прописима Србије, као и свуда у правним системима света где се предвиђа дериватна тужба као средство заштите права акционара, постоје готово исти услови за покретање наведене тужбе:

- заштиту права акционара дериватном тужбом може да покрене најмање 5% акционара. Уколико један акционар не испуњава наведени услов може се удружити са више акционара ради достизања поменутог цензуса који је услов за захтевање правне заштите дериватном тужбом код надлежног суда,
- трошкове судског поступка сnose тужиоци, дакле акционари који су покренули поступак,
- корист остварена као исход судског поступка по тужби акционара припада компанији.

Верује се да је у Србији разлог за незаинтересованост акционара за коришћење наведене тужбе као средства заштите њихових права, управо разлог што обавеза сношења трошкова судског поступка терети акционаре који покрену судски поступак.

### **3.7.4. Установљење контроле рада менаџера**

Следећи начин за решавање проблема корпоративног управљања је успостављање контролног, односно неког надзорног органа над радом менаџера, у зависности од законодавства сваке земље. Који ће орган бити успостављен зависи од уређивања система управљања у земљи, прихватања тзв. једнодомног или дводомног система управљања. Успешност и ефекти контроле зависе од мотивисаности и стручности органа или појединаца, који врши надзор над менаџментом. Поред наведеног, врло често органи или лица која врше контролу, нису довољно компетентни, често немају мотивацију или постоји асиметрија адекватних информација да би ваљано контролисали стручнији и вештији менаџмент компаније.

У различитим правним системаима, поред контроле менаџмента, исти надлежни органи врше и друге важне послове, као што су избор менаџера и његово награђивање, издавање нових акција и друге промене у капиталу, велике инвестиције итд.

У зависности од модела организовања органа у компанији, контролу над радом менаџера може да врши скупштина акционара (уколико је предвиђено као на пример у Србији где такво друштво има скупштину и одбор директора у случају акционарског друштва, или дводомно управљање које подразумева постојање скупштине, надзорног одбора и извршног одбора директора, нпр. код

двodomног управљања јавних акционарских друштава у Србији, затим постојање скупштине и једног или више директора у случају друштва са ограниченом одговорношћу у Србији у случају јенodomног система управљања, или и надзорног одбора у случају двodomног система управљања, затим у неким земљама менаџмент представља инокосни орган, негде колегијални, негде постоји поред њих управни одбор, одбор директора, надзорни одбор, борд директора итд.). У сваком случају у оквиру органа компаније увек је неко (орган или лице) задужен за контролу рада менаџера.

Добар контролни орган заиста може да утиче на унапређење рада компаније а незаинтересован и лош контролни орган, може да препусти компанију на милост и немилост некада, бескрупулозних или недовољно способних менаџера.

У наведеном односу контроле менаџмента од стране контролног органа могу се јавити проблеми. Један од проблема иделано замишљене улоге контролног органа, доноси већ његов избор (уколико контролу не врши скупштина акционара, али и када је врши углавном постоји асиметрија информација акционара у односу на професионалнији менаџмент, тако да је таква контрола врло често без ефекта).

На пример, уколико гласање акционара за избор чланова контролног органа није омогућено писаним путем или на други начин који предвиђа необавезност присуства акционара скупштини, готово је сигурно да већина малих акционара неће гласати, јер им је лично присуство седници скупштине скупо, не желе да дају пуномоћја непознатим лицима или им је на неки други начин компликовано. Поред тога, менаџмент често има сопствени интерес да као чланови контролног органа буду избрани „његови” људи (лица на чије уверење може да утиче) или бар лица која му неће сметати у реализацији његових идеја. Уколико је својина над акцијама компаније дисперзована, прилика на утицај менаџера на избор чланова контролног органа је већа.

Такође, поставља се питање да ли ће уопште гласање за избор чланова контролног органа бити одржано регуларно, у складу са законским или интерним правилима, или ће менаџмент применити старе познате технике утицаја на исход гласања, као што су необавештавање акционара о седници скупштине, сувише касно обавештавање, непризнавање права гласа из разних разлога, непотпуно и нетачно бројање гласова итд.

Поред наведеног, често се могу применити познате технике утицаја менаџмента на присутне акционаре, које се углавном заснивају на маркетингу и прикривању истинитих и тачних информација као и разне друге методе утицаја на одлуке акционара.

Емпиријска истраживања су потврдила да, иако је контролни орган формално моћна функција, у пракси често рад контролног органа, нарочито у

Србији није довољно ефикасан, тако да менаџмент често „овладава” контролним органом на разне начине, утицајем на гласање на скупштини акционара, пре одржавања скупштине или касније. Поред наведеног, члановима контролног органа често више одговара угоднија саветодавна улога од надзорне или управне, што је за њих вероватно много лагоднији приступ, што може бити повезано и с њиховом углавном мањом финансијском заинтересованошћу за финансијске резултате пословања компаније.

Поред наведеног, менаџмент, као професионални орган вођења компаније увек има више и квалитетније информације од органа који надзире његов рад, тако да контролни орган не може да им парира ни у случају да заиста желе да обављају ефективно наведену функцију.

Многа законодавства у свету, укључујући и прописе Србије, у циљу побољшања функције корпоративног управљања, прописала су да контролни органи или органи управе чија лица истовремено врше и контролу „главних” менаџера, морају имати одређени број чланова, који су независна лица, дакле лица која нису запослена у компанији. Таква идеја, потиче од уверења извесног броја теоретичара, да ће независна лица, која не зависе од пословања компаније, боље, успешније и непристрасно заступати интересе акционара од менаџмента који у многоме зависи од пословања компаније.

Међутим, у оваквим случајевима су се испољили очигледни проблеми, који се огледају пре свега у следећем:

- Лица која нису запослена у компанији имају много мање информација о пословању компаније у односу на информације које су потребне за обављање дужности за коју су изабрани,
- Таква лица, пошто немају посебног финансијског интереса у компанији, нису нарочито заинтересована за њене пословне резултате,
- Такође, такво решење се показало као непотребним у компанијама у којима у основном капиталу преовлађују крупни акционари, обзиром да су они директно и неспорно заинтересовани за добре финансијске резултате пословања компаније.

На основу, емпиријског истраживања, утврђено је да искуство с контролним органима, пре свега управним одборима, надзорним одборима као механизам пресудног утицаја на менаџере није најповољније решење. Показало се да су такви контролни органи често неактивни, да имају само промотивну сврху, као углавном у Србији, да се више ангажују тек када компанија западне у тешкоће, што може бити касно. Модерне и највеће компаније у свету углавном воде менаџери (један или више).

У свим привредним друштвима у Србији постоји директор (генерални директор у случају акционарских друштава и директор, један или више, у

случају друштава са ограниченом одговорношћу), што је у складу са законом који уређује материју привредних друштава и у традицији управљања друштвима у Србији, али не као самостални орган у акционарским друштвима, већ као члан одбор директора, односно извршног одбора директора, док у друштвима са ограниченом одговорношћу функција директора постоји као инокосни орган или колегијални (постојање два или више директора).

У пракси, у друштвима углавном функционише један „главни” директор, који има пресудни утицај на доношење одлука и пословање компаније, врло често и на акционаре, дакле он доминира друштвом, а остали чланови, односно органи постоје најчешће само у промотивне сврхе, као и да би била задовољена прописана законска и статутарна форма.

### 3.7.5. Укрупњавање власништва над акцијама

Многи теретичари сматрају да је најуспешнији начин решавања проблема корпоративног управљања укрупњавање власништва над акцијама у рукама једног или неколико великих акционара, односно да делимична концентрација својине и контроле у рукама једног или пар већих инвеститора, ублажава проблем дисперзије власништва над капиталом компаније а тиме и слабости које дисперзија доноси, које су у овом раду описане. У таквом случају, уместо великог броја малих акционара, који, сматра се, немају ни могућности нити интереса да надзиру рад менаџмента и утичу а пословање компаније, појављују се крупни акционари који свакако имају и могућности (финансијских средстава) и интереса јер су већински власници, да се озбиљно баве компанијом. При том, небитно је како се долази до укрупњава власништва, да ли се врши концентрацијом власништва над акцијама, концентрацијом гласова на скупштини или пријатељским или непријатељским преузимањем компаније.

Свакако, утицај сваког акционара сваког већег пакета (уколико их има више од једног) зависе од величине удела у власништу компаније, тако да и између њих може да долази до сталне борбе за превлашћу, односно контролом над компанијом, осим акционара који поседује преко 50% акција са правом гласа, чији је положај далеко повољнији, обзиром да му тај проценат гласова углавном омогућује самостално одлучивање о релевантним питањима, почев од избора менаџмента и другим питањима.

Поставља се питање, шта на једном тржишту утиче на појаву крупних акционара као власника акција у једној компанији, који су мотиви укрупњавања власништва а који дисперзије? Пре свега, сами инвеститори имају, с једне стране, *trade – off*, између циља, да путем крупног власништва пресудно утичу на пословање компаније и надзиру менаџмент, што им свакако доноси добит, али и трошкове, као и ризик улагања и, с друге стране,

жељу да смање ризик улагања свог богатства пласирајући средства у виду мањих улога, али у више компанија, дакле да диверзификују ризик улагања, што их свакако подстиче да поседују или смањују учешћа у капиталу компанија.

Досадашње анализе економиста су показале да на тржишту ипак доминира мотив диверзификације пакета акција уколико је секундарно тржиште акција довољно ликвидно. То значи да се сваки просечан инвеститор опредељује за продају акција компаније, уколико је незадовољан управом или пословањем компаније, него што ће покушати да се на скупштини бори за заступничке гласове или да повећа улог у капиталу компаније.

У земљама с најликвиднијим тржиштима капитала као што су Велика Британија (у којој у последње време све више преовлађује крупни капитал) и САД, дисперзија власништва над акцијама је највећа, нарочито у САД, где већински акционар поседује око 5% акција компаније а све остало представљају мноштво малих акционара.

Насупрот томе, у Европи је развијеност тржишта капитала мања, тако да и поред пораста дисперзије постоје бројни крупни акционари. У континенталној Европи, изузев Велике Британије, привреда се углавном развијала путем кредита, а не издавањем акција компанија као у САД и на тај начин обезбеђивала свеже готовине новца компанијама. Наравно, све веће европске компаније јесу акционарска друштва, али за разлику од САД, где је како је наведено власништво над акцијама веома дисперзовано, у европским компанијама оно је концентрисано тако да у просеку износи од 20% до преко 50% акција у компанији. Тиме је било знатно отежано било какво изненадно преузимање или озбиљне контроле компаније од стране спољних интересних група, због чега је за европске компаније дуго времена био својствен поступак класичног спајања и припајања компанија споразумом заинтересованих партнера, којим је унапред био регулисан и однос управљања код учесника статусних промена.

Наравно, пракса се последњих година прошлог века изменила и у Европи, нарочито када је постало јасно да је процес валутне интеграције држава чланица сасвим сигуран, тако да су спајања, припајања али и преузимања компанија попримила импресиван волумен, по броју и вредности трансакција.

Иако је тржиште капитала САД најразвијеније тржиште капитала, што је резултат експандирајућег акционарства у овој земљи, где је све подређено привредном расту за будућност, са циљем да се буде лидер или бар у лидерској групи компанија, где је остварено преко сто хиљада трансакција преузимања компанија огромне тржишне вредности, највеће вредносно преузимање реализовано је на територији Европе, преузимањем Немачке

компаније Манненсман од стране компаније Водафоне из Велике Британије. Пример наведеног преузимања описан је у прилогу 1. овог рада.

Конфигурацији власништва над компанијом, доприноси и ниво корпоративног управљања и у сваком случају квалитет правног система, што инвеститорима даје поверење улагања свог иметка у акције.

Основни утицај крупних акционара испољава се приликом избора менаџмента компаније. Емпиријска истраживања показују да су чешће промене менаџмента у компанијама где преовлађују крупни акционари, јер слаб менаџмент раније дође у проблеме него у компанијама у којима је власништво дисперзовано. Дакле, постојање крупних власника чини контролни орган више независним од утицаја менаџера. Крупни акционари у компанијама су често банке, њихова улога може позитивно да утиче на пословање компаније, нарочито ако су добро вођене као што је то случај са банкама у Немачкој, чије је добро руковођење опште познато.

Власништво над акцијама од стране једног или више крупних акционара, као механизам решавања проблема корпоративног управљања, тражи одговор на неколико питања, која су перманентно на дневном реду:

- Крупно власништво над капиталом даје могућност брзог преузимања компаније,
- Постоји перманентна тежња великих власника за дисперзијом ризика свог богатства и преферирање продаје акција на тржишту у односу на мониторинг менаџмента и
- Потреба заштите мањинских акционара од могућег себичног деловања већинских акционара или менаџмента.

### **3.7.6. Заштита права мањинских акционара**

Концентрација власништва над капиталом компаније поред предности може да донесе и могућност експропријације или умањења права малих акционара, акцијама великих акционара, од стране директно власника капитала или у договору великих власника капитала с менаџментом, на врло различите и бројне начине. Таква опасност је нарочито изражена у земљама у транзицији, где су правна и ванправна ефективна средства одбране од таквих активности крупних власника и менаџмента, врло скромна.

Експропријација права мањинских акционара је предмет регулисања команијских закона свуда у свету и аутономних правила компанија. Као типична таква права наводе се: право мањинског акционара на сазивање скупштине акционара (најчешће се као услов тражи поседовање одређеног процента акција, 15%, 20%), право да траже да се одређено питање уврсти у дневни ред скупштине, поштовање правила „једна акција један глас” на

скупштини акционара, евентуално кумулативно гласање за избор чланова органа управљања, обавезан принудни откуп акција у случајевима прописаним законом, најчешће када се одлучује о најважнијим питањима у вези компаније (располагање имовином велике вредности, статусним променама, промени правне форме, измени статута којом се умањују права акционара итд.), строга правила одобравања послова у којима постоји конфликт интереса менаџмента или крупних власника итд.

Заштина мањских акционара може да доведе до смањења злоупотреба од стране крупних акционара и менаџмента, да доведе до већег поверења инвеститора у улагање у акције, до повећања спољног финансирања компаније, али истовремено може да има и негативне последице, као што су трошкови заштите мањских акционара, могућности угрожавања једнакости свих акционара, може донети малтретирање већине од стране мањине која поставља неосноване захеве друштву, као што је у Србији чест случај (сувише чести захтеви за увид у документацију друштва, потребни и непотребну, честе тужбе суду по том питању) итд.

### **3.7.9. Тржиште капитала**

Тржиште капитала – берза с разлогом се сматра дисциплинујућим средством понашања менаџера, будући да се тржишна цена акција формира на основу свих расположивих информција о компанији, па тако неминовно одражава успешност пословања компанијом, осим општих неповољних тржишних кретања за слабије резултате компаније и наравно, када се тржиштем хартија од вредности манипулише, с нивоа берзанских шпекулатана, инсајдерских информација, политике итд.

Тржишна цена акције такође одражава успешност менаџмента и његовог управљања компанијом. Уколико менаџер неуспешно води компанију, цена акција на берзи пада, пошто информације о слабијем пословању компаније утичу на акционаре да изнесу акције на берзу и продају и да средства уложе у боље инвестиције. На основу наведеног се може проценити колико поверење постоји у тадашњи менаџмент. Пад цена акције на берзи је сигнал за менаџмент и евентуално већинске власнике компаније да преиспитају пословну стратегију и посебно квалитете менаџмента компаније.

Проблем с великим ослонцем на тржиште капитала као регулатора корпоративног управљања може се јавити у случају појаве слабијих резултата пословања компаније, који су узроковани општим неповољним тржишним кретањима. У том случају је тешко раздвојити и увидети меру утицаја тржишта на пословање компаније од утицаја, односно некавалутетног вођења компаније од стране менаџера.

Наиме, менаџер ће се за слабије резултате пословања увек позивати на непредвидив утицај тржишта, додуше често с правом. Поред наведеног и у овом случају постоји асиметрија информација, тако да менаџери имају више информација о компанији и њеном пословању, него тржиште, па макар то било и оно тржиште с најразвијенијом обавезом откривања информација о пословању компаније (америчко тржиште), тако да ни цена акција, постигнута на берзи, није увек истинито мерило вредности компаније и њеног пословања а самим тим ни квалитета менаџмента.

Због наведеног и сличних тешкоћа, нарочито у земљама у транзицији, где постоји много манипулација у одређивању тржишне, берзанске вредности акција, ни тржиште капитала самостално не може да обезбеди довољно добару структуру корпоративног управљања.

### **3.7.10. Непријатељско преузимање компаније**

Непријатељско преузимање компаније (*hostile takeover*) може бити дисциплинирајући механизам менаџмента, па чак и само сазнање о намери евентуалног непријатељског преузимања, са разлога што након преузимања нови власник контролног пакета акција обично мења менаџмент, што негативно утиче не само на њихово будуће финансијско стање већ пре свега на њихову репутацију.

Непријатељско преузимање се у ситуацији када компанија има лоше резултате пословања и последично томе, пад вредности акција услед лошег управљања компанијом или лоше стратегије пословања, усвојене од стране менаџмента, спроводи тако, што ловци на слабе компаније, учевају да је цена акција компаније ниска, нижа од могуће цене, због лошег пословања менаџмента, дају понуду акционарима за откуп њихових акција по нешто вишој цени од цене на берзи (да би акционари имали мотив за продају). Када понудилац успе да оствари власничку контролу, мења менаџмент, поставља други који боље управља компанијом, што доприноси повећању цене акција, затим када цена акција порасте, преузималац продаје купљене акције по вишој цени, на који начин зарађује.

Преузимање се у оваквим случајевима уобичајено спроводи брзо и у кратком року, али такво укрупњавање власништва доноси позитивне последице на корпоративно управљање, јед долази до отпуштања постојећег менаџмента и довођење квалитетнијег.

Код овог механизма решавања проблема корпоративног управљања, као и код других, такође има слабости, које доводе у питање ефикасно решавање наведеног проблема, а то су:



- Пре свега, преузимање акција због наведеног разлога, подразумева развијено тржиште капитала и посебно развијено тржиште новца, да би преузималац у кратком року обезбедио новац за преузимање, чија висина може бити велика у зависности од цене која би била прхватљива за акционаре,
- Преузимање је поступак који је сам по себи скуп поступак, па је могућ само када се ради о знатној потцењености вредности акција компаније, обзиром да цена преузимања акција подразумева исплату нешто више цене од оне на тржишту, да би се значајан броја акционара определио за продају преузимаоцу, а не да чека исход преузимања, боље управљање а затим продају по вишој цени када се као последица бољег корпоративног управљања, цена повећа,
- Такође, менаџмент, односно управа компаније могу преузети разне мере одбране од преузимања, што би повећало трошкове компаније, на штету акционара компаније и коначно,
- Понекад, непријатељско преузимање може бити политички осетљиво питање, нарочито у ситуацији када је преузималац страна компанија, или су већински акционари страни акционари, па менаџерски лобији успеју да изборе политичке рестрикције, као на пример Влада Француске и Италије у нежељеним преузимањима националних компанија, понекад јасно стављају до знања да је „странац” као преузималац непожељан. Исто се десило у САД, након окончања таласа преузимања из 1980-их година. Такав став је заузела и Немачка влада након негативних последица преузимања Mannesman-а од стране Vodafone (преузимање је објашњено у прилогу 2. овог рада).

### **3.7.11. Борба за заступничке гласове на скупштини акционара**

Борба за заступничке гласове на скупштини акционара (*proxy voting contests*) често се спроводи у циљу стицања привремене концентрације гласова у рукама неколико акционара. Ради се о борби заинтересованих за гласове у скупштини акционара а не о стицању власништва над акцијама.

Када је акционарство дисперзовано, акционари обично не долазе на састанке скупштине акционара, тако да се борба за стицање гласова акционара најчешће своди на тражење пуномоћја за заступање на скупштини акционара. Акционар који има такве интенције, не мора да буде један од неколико крупних акционара, небитно је колико је његово учешће у капиталу, али може да покуша да окупи око себе ситне акционаре и на тај начин постане значајни чинилац приликом доношења одлука на скупштини, предлагања дневног реда као и коришћења других права.

У Србији и другим земљама у транзицији, мали акционари обично немају поверење у такве поступке, нарочито када гласове траже непознати

појединци али и институционални инвеститори, тако да најчешће своје гласове не поверавају никоме, или их дају менаџменту.

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

У пракси, борбе за гласове малих акционара су обично интересантне, али су ретке и не дају посебан допринос уређењу корпоративног управљања, осим банака у Немачкој, за које је опште познато да су традиционално добро вођене, да су се показале као проверено добри управљачи, па успевају да обезбеде гласове малих акционара.

Практична искуства али и истраживања која су спроведена на пољу корпоративног управљања, показују да не постоји једно савршено решење проблема корпоративног управљања, али пошто ни један од наведених механизма уређивања корпоративног управљања појединачно није довољан, комбинација једног или више поменутих механизма јавља се као нужно решење проблема.

Ипак, велике суме новца уложене у корпорацијски сектор од стране приватних инвеститора у последњих век и по, доказују да поверење у квалитетно корпоративно управљање и посебно решавање главног проблема постоји, свакако, уз повремена разочарења.<sup>41</sup>

Поједини теоретичари сматрају да је непријатељско преузимање акција, ипак механизам који треба подржати и приговарају многим државама које су увеле разне баријере непријатељском преузимању, чиме посредно штите постојећи менаџмент.

При том, у различитим земљама су установљени различити системи корпоративног управљања, тако на пример у САД, где је акционарство веома дисперзовано, главну улогу у корпорацији има извршни директор, у

---

<sup>41</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003, стр. 13.

Великој Британији такође, али у обе земље главни механизам копоративног управљања је веома снажна правна заштита инвеститора, максимално откривање информација о пословању корпорације и велики утицај развијеног тржишта капитала.

Насупрот томе, у Европским земљама, Јапану и тржиштима земаља у транзицији, укључујући и Србију, преовлађују један или више крупних акционара, односно власника удела, у основном капиталу компанија, укључујући и банке, као професионалне инвеститоре.

#### **4. Корпоративно управљање у упоредном праву**

У овом делу рада, дат је приказ статуса, моћи, тежњи, ставова, компанија на најразвијенијим светским тржиштима, да би се схватио значај корпоративног управљања, иметка власника капитала, који је узрок и последица настанка интереса интересних група и њиховог ризика. Врхунски организоване, лидерске, иновативне компаније, имају један циљ – остаривање и задржавање лидерске позиције, кроз тенденцију сталног раста на тржишту. Истовремено, дат је приказ статуса и става *корпорације* као конституента заинтересованог за сопствено пословање, зато што своје (корпорацијско) успешно пословање види као средство за задовољавање интереса свих конституената, што потврђује став аутора о односима у корпоративном управљању. Када се сагледа, стање корпоративних циљева на наведеним тржиштима, није ни чудо, зашто је корпоративно управљање управо никло и глобализација рођена, на наведеним територијама.

Као један од разлога препоруке примене добрих правила корпоративног управљања у овом раду наводе се послови импресивне вредности о фузијама и аквизицијама, које је за пионире развоја корпоративних односа, за америчку и британску пословну и стручну јавност древна прича, јер као тржишни процес траје дуже од два века. Ове земље су творци фузија и аквизиција што је и разумљиво, ако се зна да су у овим земљама зачети темељи либералног капитализма, чији су принципи уобличени и у корпусу англосаксонског права.

Фузије и аквизиције су до половине двадесетог века биле претежно америчко-британски феномен. Касније ови процеси попримају светски тренд, јер се као актери све чешће појављују компаније из Европе, а затим, када је глобализација кренула супротним током, и компаније из Јапана, Кореје, Аустралије, Канаде, Индије, Кине. Компаније са далеког истока у ове процесе кренуле су касније, али и агресивније чим су њихове националне економије осамдесетих година оствариле вишегодишње спољнотрговинске суфиците: пласирајући вишак новца прво у сопствене интернационалне филијале, а касније и у директну куповину компанија у другим државама.

Аналитичари ових токова данас потврђују став, да глобализација није једносмерна улица за најразвијеније и да полако постаје двосмерна, јер брзорастуће азијске компаније (Кореја, Индија, Кина) сада купују и преузимају компаније у дворишту економски најразвијенијих земаља Европе и САД.

Континентална Европа је посебно интересантна, јер се у прошлости већина компанија развијала посредством кредита и интерним развојем. Међутим, то не значи да ових процеса није било на тлу континенталне Европе, али много чешће кроз пријатељске аранжмане спајања и припајања у Европи и изван Европе. Интезивне промене дешавају се у задњим годинама прошлог века када постаје извесно да је процес европске валутне интеграције незаустављив. Дешавања су тако снажна да у том периоду постајемо сведоци бројних трансакција на пољу фузија и аквизиција и њиховог импресивног раста не само у броју подухвата, већ и у вредносном смислу. Компаније су процениле да валутна интеграција доноси даље ширење тржишта и његову либерализацију са много израженијим конкурентским импликацијама. То је за многе компаније био јак сигнал за брзо престојевање на тржишту, тј. раст кроз фузије и аквизиције креирањем бројних пријатељских и непријатељских аранжмана.

У идеалним условима, на тржишту компанијске контроле треба да се оствари позитивна економска промена и за акционаре и за привреду у целини, а да се при томе не наруши општа конкурентност. Генерално, у економији, средства, људи и производи се усмеравају тамо где дају видљиве пословне ефекте. У економским играма, јасно је да и поред најбољих намера и предвиђања, ту позитивну економску промену не остварују сви тржишни актери. Наиме, у економији као и политици, спорту и другим људским делатностима успоставља се увек изнова реалан однос међусобног надметања актера с циљем да се буде први, тј. лидер или макар у лидерској групи. У економији све је подређено јачању привредне моћи, јер је то витална компонента опстанка не само поједине компаније, већ у ширем контексту и статуса одређене државе. Зато најмоћније компаније и најмоћније државе користе међународну политику и међународне институције ради рушења баријера које стоје на путу њихове економске експанзије по целом свету.

Зато привредни субјекти, физичка и правна лица, најчешће започињу своје подухвате на пољу економије проверавајући личне идеје о бољем животу и снове о новцу, користећи своју умешност, знање и искуство не би ли досањали сан за новцем и бољим животом. Разлог томе је схватање да је новац најјаче средство у интерперсоналном и сваком другом моделу друштвене комуникације, јер је универзално размењљив за најразличитије добитке које самоуставља на пољу економије, политике, културе, и што је још важније, новог стицања новца. Стицање новца није статична ствар, већ се мора стално одржавати, тако да ново стицање производи често сурову моћ

која, концентрисана или институционализована на једном месту, производи нову или алтернативну моћ на неком другом месту.

То се рефлектује нарочито у политици и економији, а врло је очигледно и на пољу фузија и аквизиција сучељавањем различитих интереса, иза којих стоје огромне суме пулсирајућег новца зарад остваривања корпоративних циљева, али и личних добитака и каријера, пре свега власника капитала и менаџера, а све у жељи да се временски што дуже осигура лидерски статус на тржишту, прирастом новца.

Сваки дан инвеститори, инвестициони банкари, акционари, управе компанија, арбитражери и други, аранжирају различите и бројне трансакције, повезујући компаније и чинећи их крупнијим, а када то не раде, послови корпоративних финансија се окрећу реструктурирању компанија кроз продају, одвајање огранака, или поделу компаније. Трансакције ове врсте често представљају главну медијску вест, из простог разлога што ови послови вреде често стотине, а не ретко и више десетина милијарди долара. За многе банкарне, инвеститоре, „нападаче” на компаније и водеће менаџере компанија, успех у овим пословима представља врхунац њихове личне каријере, а неуспех, често, животну казну.

## 5. Корпорација и корпоративна управа

Данашњи истраживачи корпорација говоре о тзв. корпоративној парадигми кроз неколико главних обележја ове појаве:

- Корпорација је уобичајена форма пословне организације коју карактерише специфичан процес оснивања и раста. Структурирана је најчешће од одређеног броја власника – акционара (*owners*) и пословних огранака (*going concern*) који следе политику корпорације као пословни ентитети на тржишту. Права власника акција на принос и управљање су формално етаблирана и једино су лимитирана тржишном позицијом компаније, висином власничког улога и класом акција. Улози су исказани преко акција и они су у правилу трансферибилни на друга лица, чиме су створени услови за одвојеност власничке од управне функције. Реч је о врло динамичној форми пословне организације, за коју неки аутори кажу да је једино препознатљива као правна форма, а све друго је толико променљиво и прикривено да има вредност само као обично запажање.
- Правна форма данашње корпорације, потиче из друге половине 19. века када отпочиње законско установљење друштва на акције, прво у Великој Британији и САД, да би се временом проширило и на остале земље света. Данас је то незаобилазна форма пословне организације у већини развијених тржишних привреда, јер омогућава раст компаније и

развој послова до неслућених размера. Оснивањем путем акција, а касније и могућношћу додатних емисија ради прикупљања слободних средстава, *корпорација* постаје облик искључиво samozainteresovan да увећава богатство својих власника. Сврха је, стално увећавање корпоративне зараде ради две ствари: исплате дивиденде акционарима као посебне накнаде за учешће у заједничком подухвату и увећање капиталне добити на основу реинвестирања профита и задржаних зарада оним власницима акција који их касније могу, по вишој цени продати на тржишту.

- Корпорацију многи пореде с особом, јер законски гледано ужива иста права и заштиту као људско биће. По некима та особа је патолошки лик (филм *Корпорација* из 2004. године). Она је samozadovoljna јер је прихваћена као *златна кока* која је изнад свих, величанствена, најбоља и без премца. Патолошка је у друштвеном смислу, јер може да манипулише директним утицајем на важне политичке групе, државе, а не ретко и изван граница свог националног седишта, користећи огромне буџете да оправда често врло неодговорне поступке према купцима, природи, људској средини и клијентима. Наравно, и то само ако корпорација тако жели, или ако мора услед општег притиска јавности да прихвати стваран део одговорности за одређене негативне последице (пример: афере у дуванској индустрији, нафтној индустрији, хемијској индустрији, итд.).

- Међутим, корпорација је самодјејствујућа људска творевина за коју неки аутори тврде да је њеним развојем капитализам добио хуман и народни облик. Ако завиримо у корпорацију видећемо да је контрола у рукама управе – одбора директора (спољни одбор), као и *chief executive officers (CEO)*, односно извршних директора (унутрашњи одбор). Јавни интереси корпорације данас су представљени у овом спољном одбору директора и у њему су поред *CEO* и други људи који представљају одређене утицајне личности са ширим друштвеним рејтингом. Овим је обезбеђена одређена отвореност и комуникација корпорације са јавношћу и сви одбори директора настоје да успешно докажу да се ради о *узорној и високо моралној фирми*. Састав одбора је тако подешен да од укупног броја чланова одбора (обично не више од 15 чланова, у Србији, углавном минимум који закон предвиђа), две трећине јесу тзв. независни директори који не раде у корпорацији већ у другим компанијама или друштвеним установама (нпр. универзитети, научне установе). Наравно то је само слика на зиду корпорације, јер стварну моћ држе унутрашњи чланови управе који раде у корпорацији и који све своје време, интересе и каријеру посвећују корпорацији.

- *CEO* или *executives* су стварна управа корпорације и то је група која настоји да се самообнавља. Свака *CEO* генерација регрутује своје наследнике према критеријумима корпоративне културе и пословне политике која се установила у корпорацији током њеног развоја. Наследници се ревносно траже у својој компанији, на универзитетима и другим компанијама и привлаче обећаним узлазним каријерама. У

суштини корпоративни директори стичу каријеру на два начина: напредују са нижих на више положаје у компанији, прелазе из мање у већу компанију, а није необично да критеријум буде велико богатство, везе друштвених и породичних група или посед великог пакета акција. Корпорација преузима старање о њима, она их обучава и унапређује према својим мерилима и вредностима. Врхунац каријере је место у извршној управи корпорације или одбору *ЦЕО*.

- Данашњи члан управе корпорације битно се разликује од некадашњег *магната* с почетка корпоративне историје као и данашњег *тајкуна* тако присутног у свим земљама а нарочито у земљама у транзицији. Основна разлика је у томе што данашњи менаџер јесте човек корпоративне организације, дакле тимски играч који одаје утисак да је његов први циљ добробит корпорације. Магнат је потпуни индивидуалац у својој компанији исто као и обичан предузетник у својој радионици – од њега све почиње и с њим се све завршава. Даље, магнат је родитељ данашње корпорације, а модерни менаџер дете корпорације. Магнат је владао у својој корпоративној породици, а менаџером влада корпорација. Магнату је корпорација била средство за стицање личног богатства, а менаџеру је успех корпорације његов главни пословни и етички циљ. Популарно речено, први је радио за себе а други ради за себе и пре свега за своју компанију. Обе групе, власници и менаџери, не тако ретко, дејствују на граници или потпуној периферији формалног бизниса, независно или у спречи с њим, као и у пукотинама привредних система својих држава и изван граница, нарочито у време јаких економских шокова, инфлације и ратова, тако да се из тога могу изродити велики приврени скандали и банкротства.

- Главни циљеви данашње корпорације и њених менаџера су: а) стабилан и растући принос од инвестирања (*return*), сталан прилив готовине (*cash flows*) и увећане зараде (*earnings*); б) висок доходак управе уз могућност вредних годишњих бонуса; ц) раст и експанзија ради проширења делатности и тржишта; д) добар конкурентски положај. Ови циљеви су у узрочно-последичној вези и логички гледано искуствена матрица сваке корпоративне управе. Тако долазимо до императивног активитета корпорације и њене управе ка сталном увећавању профита, јер се тако одржава безбедан живот корпорације. Профит је средство да се периодични и годишњи корпоративни добици поделе акционарима кроз зараду, награду управи и знатним делом акумулишу за нове пројекте, или сачувају за случај алеаторних или повремених цикличних привредних дешавања.

- Генерално се мисли да однос менаџера корпорације и акционара није хармоничан када је реч о подели дивиденди или задржавању зараде. Закључак да се руководство радије опредељује да зараду задржи, резултат је стандардне праксе корпорације да готово увек један део зараде реинвестира у крупне пословне подухвате не би ли се избегло веће спољно задужење. Обично касније следи исплата веће дивиденде чиме се компензира првобитни губитак акционара. Становиште је, да

мали акционари имају много јачи интерес да се дивиденде редовно исплаћују, а да крупни акционари не инсистирају на томе. За мале акционаре дивиденде су редован додатни приход битан за њих лично и њихове породице, а за велике акционаре примаран је раст вредности акција који се у перспективи обезбеђује кроз виши *Price/Earnings*.

- Овде се поставља питање, какав је приступ менаџера корпорације? Сматра се да они раде искључиво у интересу крупних власника, али се не ретко заборавља да су и они врло често власници одређених пакета акција, који и те како мисле о својим текућим пословним приходима који долазе путем дивиденде. Акције свакако треба да донесу растући доходак менаџерима кроз дивиденду и тако обезбеде сигурност њихових породица, а с друге стране морају да обезбеде и сталан раст вредности акција која је гаранција будућих прихода и њихове успешне пословне каријере. Јасно је да корпорације чије акције држи мањи број крупних акционара, немају стваран интерес да дивиденде редовно исплаћују, јер им се исплати да реализују веће будуће приносе задржавајући текућу зараду у корпорацији. Корпорације које имају широку базу акционара морају много више да воде рачуна о редовним исплатама дивиденди. Већина корпорација због притиска акционара, али и менаџера корпорације, радије креира компромисну политику дивиденди и резултат тога је обично утврђен динамизам кварталне исплате дивиденди, тако што се зарада обично дели на дивиденде 50%, а 50% је задржана зарада.

- Профит је врло променљива величина. Може бити екстра или натпросечан, просечан, или да не постоји. Временски гледано у будућност, ни један руководни тим корпорације није у стању да сигурно предвиди могућа дешавања која ће утицати на њен економски положај. Нико од руководиоца није у стању да децидно тврди како ће профити стабилно расти по стопи нпр. од 10% годишње наредних година, две или више година, а да у датом временском тренутку ако се ово не оствари, не буде проглашен непрофесионалним. Ипак, могућност предвиђања тржишних кретања већа је у компанијама на иностраном тржишту него у Србији. То је битан разлог да све озбиљне управе учестало настоје да остварене корпоративне зараде преусмере са исплата дивиденди на акумулацију. Акумулација и увек изнова акумулација, јесте питање свих питања опстанка корпорације и њене управе. Назовимо то штедњом, као што то чине обични људи да би купили неко вредно добро или оставили средства за лош период. Дакле, акумулација је прворазредна ствар јер у добрим коњуктурним временима корпорација може брзо и без спољног задужења ова средства да алоцира у тржишне подухвате, а у лошим временима да обезбеди преживљавање.

- Управа корпорације на тржишту и у окружењу са управама других корпорацијама настоји да игра по важећим пословним правилима. Поред наведеног, чињеница је да управе корпорација међусобно конкуришу, борећи се за што већи тржишни удео, али истовремено и сарађују креирајући разне форме уговорне сарадње, *joint venture*, као и стратешке



алијансе. Када процене, не устручавају се да једна другу нападну с циљем преузимања (*takeover*) или припајања (*merger*).

- У пријатељским аранжманима корпорације се фузионишу, тј. консолидују се међусобно. Историјски гледано данашња зрела корпорација је велико предузеће настало на тржишту сурове конкуренције у прошлим временима. Корпорација је свакако успешна и победничка борбена творевина која је прошла исцрпљујуће међусобне тржишне ратове захваљујући чињеници што је била оријентисана на раст, тржишно агресивна и прва реаговала на изазове конкурентског окружења, склапајући потребне савезе унутар бранше и шире. Због тих савеза, фузија и напада на друге компаније трпела је повремено и ударце антимонополских органа својих држава и готово ни једна од њих никада није успела да оствари потпуни тржишни монопол.
- Данас је тешко говорити да у некој економији постоји корпорација монополиста, али с друге стране сведоци смо да има све мање стварне тржишне конкуренције која се уобичајено рефлектује кроз ценовно надметање. Напротив, све индустријске цене имају тенденцију сталног раста. Неки аутори тврде да је на сцени технолошка, иновациона, инвестициона и тржишна међуакција и сарадња данашњих корпорација. Истина је вероватно ту негде.

На многим универзитетима и научним институтима у САД, Великој Британији и другим развијеним земљама света, интезивно се изучавају корпоративне финансије, компанијске стратегије, организација и планирање, стратешки менаџмент и у том контексту природа и ток дешавања на тржишту компанијске контроле. Обим ових изучавања и бројност књига и студија на тему фузија и аквизиција, илуструју који се значај придаје овој тематици. Наравно, приступ истраживањима и добијени резултати су крајње аналитички, засновани на дешавањима у пракси која је изузетно богата и доступна сваком поједином аналитичару. Сва та истраживања доприносе не само образовању појединаца, већ и да управама компанија, регулаторним органима, медијима и другима презентују нове трендове и чињенице у овој области.

Свако истраживање неке појаве или неког догађаја подложно је тражењу заједничког именитеља, јер је то резултат мисаоног процеса уопштавања. Из тих разлога није необично да истражене појаве и догађаји најчешће одговарају тзв. *идеалном типу* (израз Макса Вебера) као синтетичком производу нашег мишљења. Тако долазимо до моделски обликованог мишљења које апстрахује многе реалне чињенице, самим тим носи и грешке у себи, јер неке периферне и само на изглед маргиналне манифестације појава или догађаја не узима пажљиво у обзир. Заснивајући се у анализи углавном на битним налазима, јер се продире научном апаратуром дубље у појаву или догађај, закључак већине аутора је да нема једноставних *a priori* стварности да би неки процес био процењен као универзално важећи.

И поред доминантног прагматизма и развијене научноистраживачке апаратуре и данас постоје школе мишљења које зависно од тога шта себи стављају као задатак и циљ, теже класичном уопштавању и специфицирању ставова о одређеним економским и правним дешавањима на терену корпорација.

У данашње време у области изучавања фузија и аквизиција постоје четири главне школе мишљења препознатљиве као:

- **Теорија о друштвеној ефикасности** која имплицира да поред добити за непосредне учеснике постоји и шира друштвена добит од фузија и аквизиција, јер се тако више партиципира у друштвеним потребама. Сматра се да ови процеси доводе до укрупњавања компанија, чиме расте приносна моћ такве целине, а то значи више посла, робе, производа, трговања, радних места и самим тиме више прихода за друштво.
- **Теорија диференцијалне ефикасности** која тврди да на основу фузија и аквизиција настају ефикасније целине које својим нарастим потенцијалом активирају мање ефикасне фирме и повећавају њихове перформансе. Наиме, ове фирме приморавају све изван тог круга да се поставе знатно активније, раде дневно на унапређењу пословања како не би заостали и испали из тржишне игре.
- **Оперативна синергистичка теорија** постулира економију обима и делокруга, јер фузије и аквизиције воде достизању нивоа који ово омогућава. Дакле кроз уједињавање и спрегнутост функција (нпр. набавке, пласмана, маркетинга, транспорта), кресања трошкова, диверзификацију пословања, компанија обезбеђује тзв. синергистичку добит.
- **Теорија стратешког усклађивања** тумачи фузије и аквизиције као логичан и природан одговор на промене у компанијском окружењу. Процес је стављен у контекст стално променљивог и врло динамичног окружења, тако да многе компаније између два избора, саморазвоја или екстерног раста, преферирају ово друго као брже и исплативије.

Све ове теорије изгледају логичне и теоријски исправне. Ипак оне дају предност само једном аспекту који је по њима најважнији као резултат практичних дешавања. У суштини ово су апологетске теорије које у овим процесима виде само претежно добре стране. Свако се може сложити са општим местима у теоријама о друштвеној и диференцијалној ефикасности, синергистичкој теорији и теорији стратешког усклађивања, али пракса никад не даје једнозначан резултат. Примера ради, од неких 100 фузија и аквизиција отприлике успева у стварности негде око 30. И поред софистицираних процеса и техника вредновања сваког битног детаља посла, напорних преговора који се воде више месеци и постигнутих договора, евидентно је много промашаја. И још даље, тамо где се чини да је заједница идеална, јер је остварена из пријатељских побуда, често врло непредвидиво

долази до његовог разлаза. А тамо где дође до присилне и невољне заједнице после почетних неспоразума и тешких речи, сви постају очевици доста добре и чврсте заједнице. Дакле, заједнички компанијски живот је право чудо и ко преживи прву, другу и трећу годину заједнице, има шансе за складан „пословни брак”.

Данас се анализом догађаја у економском окружењу више него икад до сада доказује да се економски развој стално убрзава и да је експанзија многих компанија у великој мери последица невиђеног научног и техничко - технолошког узлета којим су оне управљале последњих деценија прошлог века (на пољу аутоматике, информатике, војне производње, биотехнологије, генетике, аеро и космичке индустрије, нових материјала, квалитета).

### **III. СИСТЕМИ УПРАВЉАЊА КОМПАНИЈАМА**

Ово поглавље је посвећено анализи о моделима организовања управљања у друштвима капитала у упоредном праву са поређењем стања у Србији, предности које даје уређени модел корпоративног управљања, начин формирања и улогу надзорног органа над радом менаџера и компаније.

#### **1. Управљање у компанијама**

Управљање, приказује процес организовања привредног друштва и служи да опише друштвено биће које је формирала група, ради вођења послова компаније. Управу конституише орган представника власника капитала да би остварили неке циљеве које као појединци нису у стању да остваре. Кључни елементи сваке организације управе су циљ који жели да се оствари, људи и структура, која одговара природи задатка, које привредно друштво намерава да обавља. Систем управе је особени систем међуповезаних људи неопходан за остваривање специфичних циљева, у друштву и привреди. Организовање је процес дефинисања надлежности и посла који треба обавити и стварања структуре потребне за остваривање задатака, којима се реализују циљеви пословне активности, поделу рада међу органима који чине управу, постављање механизма координације активности у привредном друштву и надзор над разним нивоима учесника у доношењу и реализацији одлука друштва.

Проблем организовања је налажење баланса између потребног степена диференцираности и интегрисаности разних нивоа управе. Добро корпоративно управљање путем бољег надзора над радом свих структура компаније, побољшаним одлучивањем, бољом усклађеношћу односа и елиминисањем сукоба, доводи до бољег учинка и веће ефикасности компаније.

У великом броју земаља, установљено је правило да све стране учествују у вођењу и контроли друштва, на пример скупштина акционара доноси најважније одлуке на предлог стручних лица, одбор директора, односно надзорни одбор доноси и одговоран је за најважнију стратегију друштва, контролише извршне директоре, који са своје стране организују радне службе, за људске ресурсе, службе за маркетинг, управљање средствима итд.

Крајњи циљ свега наведеног, треба да буде правилно распоређивање права и одговорности са циљем успешног пословања компаније на дуги рок и повећање вредности иметка акционара. Корпоративно управљање није процес који се одвија једнократно већ представља један континуирани процес који се стално усавршава и мења.

## 2. Системи управе у друштвима капитала у упоредном праву

Системи управе у упоредном праву нису идентични, што зависи од правног система, државног уређења и других околности у свакој земљи. Нормативни оквири су креирали два различита система управе, иако у новије време овај вид поделе све више пада у заборав и замењују их другачији системи поделе управе.

Први, једнодомни систем (*one-tier system*), карактеристичан је за англосаксонску праксу и добар део континенталне праксе, а други, дводомни (*two-tier system*), одликује немачки правни систем и компанијску регулативу земаља које се ослањају на германски правни систем.

Наведени вид разликовања све се више напушта, из неколико ралога.

- Прво, један велики правни систем, јапански, иако је у свом изворном облику једнодомни (једностепени), настао је у окружењу које више одликује дводомни (двостепени) систем управе, те представља комбинацију оба система.
- Друго, у националним регулативама се све више предвиђа систем опције између ова два модела.
- Треће, савремена правна литература уочава разлике у постојећим класичним моделима управе, посебно са становишта положаја тзв. првог извршног директора или у нашој традицији тзв. генералног директора (CEO – Chief Executive Officer), те у том смислу прави даље дистинкције модела управе акционарских друштава и разликује: једнодомни систем (*one-tier system*) и „једноиподомни систем” (*one-and-a-half-tier system*), дводомни (*two-tier system*) и „двоиподомни систем” (*two-and-a-half-tier system*).

У првом случају, у организацији једнодомног система, постоји само управни одбор (одбор директора), док код „једноиподомног система” постоји управни одбор (одбор директора) и генерални директор. У другом случају, код дводомног система постоје два одбора: управни (или извршни) и надзорни одбор, док код „двоиподомног система” уз два одбора (управни-извршни и надзорни), постоји и генерални директор.<sup>1</sup>

*Модели управе у упоредном праву:*

Англосаксонски једнодомни модел

---

<sup>1</sup> J. Mahohon, Finland's National Report on Corporate Governance, The XVIII International Congress of Comparative Law, Washington D.C., 2010.

Једнодомни систем је оригиналан систем англосаксонског права (Енглеска, САД)<sup>2</sup>, који је усвојен и у знатном броју земаља континенталног права (Француска, Швајцарска итд.).<sup>3</sup> У овом систему, функцију управљања врши једно лице (директор, извршни директор, генерални директор) или више лица — одбор директора или управни одбор – board of directors<sup>4</sup> (Швајцарска, Енглеска, САД, Француска), које бира скупштина акционарског друштва. По овом систему, управни одбор из реда својих чланова (executive directors) или делом из реда нечланова, или лица стално запослених у друштву, бира једног или више извршних директора за оперативно вођење послова компаније (менаџмент - извршни директори – executive board of directors).<sup>5</sup>

Најчешће је сам председник управног одбора (кога бира управни одбор) и први извршни директор (chairman — chief executive officer, president — directeur general). Чланови управног одбора могу бити, са разним варијацијама, стално запослени у друштву (executive directors) или лица која нису запослена у друштву (non executive directors). У овом систему надзорни одбор није обавезан орган у акционарском друштву (контролну функцију врше спољни независни ревизори, делом и интерни ревизори или специјални ревизори).

Једнодомни модел корпоративног управљања развио се у условима тзв. акционарског капитализма. Овај модел раније је карактерисан као менаџерски (профитно) оријентисан модел, а сада се све више означава акционарски оријентисаним моделом. Основне одлике овог модела су:

- конкуренција у свим областима,
- доминација приватног (интерес акционара) над јавним у управљању,
- потискивање улоге моћних приватних институционалних инвеститора и форсирање јавне емисије акција као главног извора финансирања (IPO – Initial Public Offering),

---

<sup>2</sup> P. Davies et al., *Gower and Davie's Principles of Modern Company Law*, London 2008, 365–646; R. Hamilton, *The Law of Corporations*, Minnesota 1991, 218–249.

<sup>3</sup> Code de commerce, Dalloz 2007, art. 225-17225-56; Loi federale completant le Code civil suisse – Codedes obligations, 2008, art. 707–726. Pravno-teorijsku obradu instituta upravnog odbora vidi naročito kod: Pierre-Gilles Gourlay, *Le conseil d'administration de la sociétés anonymes*, these, Paris 1971.

<sup>4</sup> У Енглеској акционарска друштва с јавним уписом акција имају барем два директора, а друштва без јавног уписа акција имају барем једног директора – J. Charlesworth (ed. G. Morse), *Charlesworth & Morse Company Law*, London 1995, 312–315.

<sup>5</sup> Vid. J. Hamel, G. Lagarde, A. Jauffret, *Droit Commercial*, Paris: Dalloz, 1980, 357–402; R. Rodiere, *Droit commercial*, Paris: Editions Dalloz, 1980, 193–212; M. Cozian et A. Viandier, *Droit des sociétés*, Paris: Litec, 1996, 235–272; R. Pennington, *Company Law*, London: Butterworth Legal Publishers, 1995, 768–778; J. Charlesworth (ed. G. Morse), 312–315; J. Birds et al., *Boyle & Birds Company Law*, London 1995, 415–430; P. Le Cannu, *La société anonyme à directoire*, Paris: Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1979; R. Hamilton, 218–249.

---

- уређивање корпоративног управљања диспозитивним нормама, чиме се подстиче тржиште,
- комплетно одвајање управљања од власништва, те акционари немају право да директно управљају активностима друштва, већ то у њихово име чини одбор директора и менаџера, са фидуцијарном дужношћу према компанији (доминирају по правилу отворене компаније, отворена акционарска друштва),
- постоји изузетно лака могућност за акционаре да покрену судске поступке против „непословних“, и штетних одлука управе друштва,
- мотивисање управе преко уговора који накнаду за њих везује за успех компаније,
- развијена јавна контрола квалитета управљања, посебно преко специјализованих медија и развијеног тржишног рејтинга менаџера и
- развијена судска пракса са прецедентима корпоративног управљања, који су својеврсна лекција за добро управљање.

Немачки дводомни модел:

Други систем (тзв. дводомни модел – two-tier system), је систем немачког права, који је настао у Немачкој а који алтернативно с првим системом усваја и новије француско законодавство.<sup>6</sup> Састоји се у томе што у акционарском друштву постоје два одбора: управни одбор у ужем смислу (Vorstand – директоријум) и надзорни одбор (Aufsichtsrat). Изузетно, у акционарским друштвима са законом прописаном мањим износом капитала, функцију управног одбора може вршити и једно лице – једини генерални директор. У овом систему чланове надзорног одбора бира и разрешава скупштина, а надзорни одбор бира и разрешава чланове управног одбора. Наравно, и у овом систему контролну функцију, поред надзорног одбора, врши и спољни независни ревизор, а може и унутрашњи ревизор и понекад специјални ревизор.

Дводомни модел управе у Немачкој развио се у условима тзв. раднички оријентисаног модела капитализма (модел социјалне демократије). Основне одлике овог модела су:

- недовољно изражена одвојеност власништва од управљања у условима концентрисаног акционарства (по правилу, доминирају затворена друштва),
- управа је ослобођена од успеха на кратак рок и по правилу доминира дугорочна стратегија,
- развијеност социјалне демократије и саодлучивања врши притисак на менаџере, да, поред интереса акционара, уважавају и друге интересе (друштвена одговорност компанија),
- политичка детерминисаност модела,

---

<sup>6</sup> Code de commerce, art. 225-57 — 225-93.

- квалитет управе углавном зависи од процене власника капитала, главних акционара, а не толико од тржишта (тако је по правилу у банкама, које су познате по традиционално добром вођењу и великом поверењу малих акционара у велике),
- концентрисано акционарство и слаба дисперзија умањују права акционара, али увећавају сигурност радних места (социјална сигурност),
- развијена дискрециона моћ контролног акционара,
- слаба заштита мањинских акционара и неразвијена пракса акционарских тужби (нарочито дериватних тужби).

Јапански једнодомни модел:

Јапански модел управе у основи је једнодоман, али има одлике англосаксонског једнодомног и немачког дводомног модела, те представља мешавину англосаксонског и немачког модела. Основне одлике јапанског модела су следеће:

- велика улога банака као контролних акционара и монитора,
- занемарљива улога осталих малих акционара,
- неограничено укрштено акционарство (цросс-схарехолдингс),
- слабо развијено непријатељско преузимање,
- систем доживотног запослења – хумани капитализам,
- унутрашње – затворено тржиште избора запослених и менаџера,
- континуиране консултације запослених и менаџера,
- развијен корпоративни синдикализам, а не национални,
- уместо надзорног одбора, улога надзора једино је спољна од стране ревизора (евентуално и интерних ревизора) и
- управни одбор (одбор директора), који је редовно веома бројан (по правилу, без спољних чланова), ради у потпуности у интересу компаније и не трпи притисак акционара.

Мешовити модел:

Мешовити модел управе даје право слободне опције акционарском друштву у погледу избора модела управе. Овај модел је у основи мешавина првог и другог модела и прихваћен је у Француској (алтернативно с једнодомним моделом). Мешовити модел предвиђа да у акционарском друштву може постојати тзв. једностепени (једнодоман) модел – управни одбор (одбор директора) који бира скупштина друштва и тзв. двостепени (дводоман) модел – управни одбор (извршни одбор) и надзорни одбор, где надзорни одбор бира скупштина, а он затим бира управни (извршни) одбор (остављена је ипак могућност да државе чланице предвиде да га такође бира скупштина).<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Statut Evropske kompanije, Council Regulation (EC), No 2157/2001, čl. 38-51



Мешовити модел пружа могућност да се раздвоје функције председника управног одбора и генералног директора када се жели раздвајање менаџмента и његова јача контрола од стране управног одбора (када се говори условно о тзв. трећем моделу управе у Француској).<sup>8</sup> За мешовити систем залаже се The High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe – Висока група експерата за реформу компанијског права у Европској унији (Winter report).<sup>9</sup>

„Комбиновани полумодели”. – Модели управе акционарских друштава, како једнодомни и дводомни, тако и систем избора између ових модела, спадају у тзв. „чисте моделе управе”, с обзиром на то да их одликује постојање једног или два колективна органа унутар друштва.

Од ових модела разликују се тзв. „комбиновани полумодели” како једнодомни тако и дводомни („једноиподомни” или „двоиподомни”). Одлика ових модела је у томе што изворном једнодомном или дводомном моделу додају и посебну специфичност која се тиче индивидуализације статуса првог извршног директора или генералног директора.<sup>10</sup>

Одлучујући глас председника. – Управни одбор акционарског друштва је колективни орган и одлуке из свог делокруга доноси на седницама. У случају једнаке поделе гласова чланова управног одбора неки закони дају председнику одбора одлучујући глас (тзв. casting vote), с тим да ипак омогућавају друкчије статутарно решење (арбитража, посредовање и сл.). Такав је случај и са нашим правом, у случају једнаке поделе гласова, одлучујући је глас председника, осим ако статутом није друкчије одређено (диспозитивност института).<sup>11</sup> Председник управног одбора чак не би смео да одбије да користи одлучујући глас, јер овај

---

<sup>8</sup> У литератури се наводи да је, за разлику од класичног система с управним одбором, нови систем с надзорним одбором и директоријумом у Француској непопуларан, јер је у двадесетек година од увођења прихваћен у малом броју компанија, у само око 2,61% друштава капитала. (Вид. М. Cozian et A. Viaadier, *Droit des sociétés*, 9e éd., Paris: Litec, 1996, 291.)

<sup>9</sup> Вид. Winter Report, Brisel, новембар 2002. године, 59.

<sup>11</sup> Тако у: Loi federale completant le Code civil suisse — Code des obligations, 2008, art. 713; Закон о привредним друштвима Србије — ЗОПД (Службени гласник РС,125/2004), чл. 319, ст. 5; Закон о привредним друштвима Србије — ЗОПД (Службени гласник, 36/2011, 99/2011), чл. 406, ст 2 и 445; Закон о привредним друштвима републике Српске — ЗОПДРС (Службени гласник РС,127/2008), чл. 310, ст. 5. У енглеском праву (R. R. Pennington, *Company Law*, 7th ed., London: Butterworth Legal Publishers, 1995, 765-770) често сами статути компанија дају овлашћење председнику борда директора да има одлучујући глас у случају једнаке поделе гласова.

институт није установљен у његовом интересу, већ у интересу тог друштва за које врши функцију и његових послова.<sup>12</sup>

Председник управног одбора versus генерални директор. – Председник управног одбора је обавезан законски институт. И у западној, посебно англосаксонској, правној теорији и пракси, развила се велика правна и организационо-пословна расправа о томе да ли председник управног одбора може и треба да буде истовремено и генерални директор (chairman/chief executive director/officer – Chairman/CEO).<sup>13</sup> Према неким схватањима, не би требало постављати питање раздвајања ових појмова.<sup>14</sup> Тако, у пракси САД, у више од 80 одсто случајева председник управног одбора је истовремено и генерални директор.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> Тако и: Rita Trigo Trindade, *Le conseil d'administration de la societes anonyme*, Geneve 1996, 146-147.

<sup>13</sup> Британски Code of Best practice (Report of the committee of the Financial Aspects of Corporate Governance and the Report of the Committee on Director's Remuneration) од 1992. године није препоручио деобу ових функција. Упркос томе, нека истраживања показују да је то у већини великих компанија ипак урађено, будући да се сматра да је задржавање ових функција у рукама истога лица превелика концентрација моћи. Вид. John Shaw, *The Cadbury Report — Two Years Later*, Comparative Corporate Governance (eds. Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch), Berlin — New York, 1997, 37.

<sup>14</sup> У релевантној литератури се заузима став да је питање раздвајања функције председника управног одбора и генералног директора пре питање обима компаније него других разлога, као и да је притисак на раздвајање ових функција у основи из кругова институционалних инвеститора. Наводи се и податак да су у САД у 80 одсто случајева у јавним компанијама (отворена акционарска друштва) генерални директори истовремено и председници управног одбора Вид. A. Cadbury, *Corporate Governance and Chairmanship — A personal view*, Oxford, 2002, 105-114; J. L. Colley, *Corporate Governance*, New York, 2003, 43–47.

<sup>15</sup> Vid. F. Vincke, *The Corporate Governance in Belgium*, у: K. J. Hopt, E. Wymeersch (eds.) 133–134. Према једном истраживању из 2002. године, од 23 законодавства, убедљива већина није захтевала обавезно раздвајање функције председника управног одбора и генералног директора (Аргентина, Аустралија, Бразил, Канада, Финска, Естонија, Француска, Итанија, Јапан, Мексико, Нови Зеланд, Јужна Африка, Шпанија, Велика Британија, САД, Венецуела), док законско раздвајање прописују Аустрија, Чиле, Немачка, Холандија и Украјина. Вид. A. Bohrer, *Corporate Governance and Capital Market Transactions in Switzerland: the Mechanics of Mergers, Acquisitions, Buyouts, private Equity Transactions and Restructuring and Their Impact on the Governance of Corporation under Swiss Law*, Schulthess 2005, 92–93. Могућност „персоналне уније” не искључује ни наш закон; као ни закон Републике Српске, али не искључују да се то учини аутономним путем: ЗОПД (2004), чл. 312, ст. 4; ЗОПДРС, чл. 303, ст. 4. Могућност „персоналне уније” генералног директора и председника одбора директора (ранији назив: управни одбор) искључује, међутим, нови ЗОПД (2011) у јавним акционарским друштвима (чл. 400, ст. 2 у вези са чл. 389, ст. 1). Такође и Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије (Службени гласник РС 99/2012): „друштва треба да установе јасно разграничење одговорности између председника одбора директора и генералног директора. Ниједан појединац не треба да има неограничена овлашћења у погледу доношења одлука у друштву” (принцип 16).

### 3. Идеја уједначавања система управе у компанијама

Имајући у виду сталне промене у привредном животу, не би се могло рећи да било који од класичних модела корпоративног управљања и даље постоји у свом изворном облику. Глобализација тржишта је имала значајан утицај на промене у свим сегментима и системима управљања управљања.

Амерички модел дисперзованог акционарства све више постаје угрожен улогом банака као кредитора компанија, јер системом тзв. рестриктивних кредитних клаузула које банке уговарају са компанијама, оне позицију акционара гурају у други план. Али, јачање система институционалних инвеститора јача и институт независних директора, као чланова управе, који правовременим информацијама о пословању компаније јачају, с једне стране, позицију акционарске контроле, а, с друге стране, јачају и позицију кредитора, посебно на плану замене чланова управе лицима за која је по правилу потребна сагласност банке као кредитора.

На овај начин банке као кредитори постају главни чинилац за замену управе и менаџмента у компанијама. У овом смислу значајно им помаже и институт независних директора (као и неизвршних чланова), који у једнодомном моделу управе практично замењује у извесном смислу надзорну позицију надзорног одбора дводомног модела управе, чиме се једнодомни модел управе приближава дводомном. Исти је случај и с јачањем института независног унутрашњег одбора ревизора (комитета ревизора), као и интерног ревизора и јачањем права мањинских акционара на именовање посебног ревизора (тзв. ванредна и посебна ревизија) за испитивање неких пословних одлука управе друштва, што је такође тренд „комплетирања једнодомног модела управе, који га приближава дводомном моделу управе.“<sup>16</sup>

Тако су услед поменутих промена код англосаксонског модела две кључне одлике угрожене:

- Прво, проценат дисперзованог акционарства опада, проценат институционалног акционарства расте и
- Друго, принцип примата акционара посебно преко развијеног тзв. непријатељског преузимања развојем тзв. мера одбране у знатној мери је еродирао, а такође утицај акционара на избор нових чланова управе све је мањи (фактички, постојећи чланови одлучујуће утичу на избор нових чланова, дакле гласачко право акционара и у овом погледу слаби).

---

<sup>16</sup> Вид. J. du Plessis, I. Saenger, 17-18; M. Vasiljević, *Korporativno upravljanje*, Beograd 2007, 48-54, 91-106 и 267-269. Ове институте прихвата и ЗОПД (2004), чл. 310, 317 и 334-336, као и ЗОПДРС, чл. 301, 320-323 и 325-327. Исто и нови ЗОПД (2011), чл. 392, 408-409, 451 и 455-463.

Поред свега наведеног, англосаксонски модел ипак одликују и бројна усавршавања, која га удаљују од његове класичне основе. Као кључне промене окружења овог модела, могу се навести:

- пад примата акционара,
- пад праксе непријатељског преузимања,
- концентрација акционарства и
- јачање мониторинга банака као кредитора.

Ово исто важи и за дводомни модел управе, који се реформише у мери промена окружења које су га издефинисале у класичном смислу. Ове промене окружења дводомног модела управе, које глобализацијом светског тржишта капитала стварају исти спољњи амбијент као и у случају једнодомног модела управе, којем га реформисањем приближавају, могу се у основи свести на:

- јачање положаја малих акционара уклањањем баријера за деривативну тужбу,
- форсирање акција запослених,
- поједноставливање процедура фузија,
- омогућавање компанијама да изаберу амерички модел управе и
- смањење процента институционалних акционара и јачање процеса дисперзованих акционара, чиме се олакшава и непријатељско преузимање.

## **4. Организација управног и надзорног одбора**

Једна од значајних организационих мера, да би се одговорило изазовима модерног корпоративног управљања, јесте организација одређених комитета (комисија) унутар управног одбора и надзорног одбора. Постоји више разлога за примену ових мера, као што су: већа ефикасност рада ових органа, боља информисаност спољних независних, неизвршних директора, већа делотворност надзора над менаџментом, односно извршним директорима, унапређење квалитета управљања и одлучивања; унапређење транспарентности рада и одговорности органа компаније, активирање улоге независних директора и слично.

Три комитета: Препорука Комисије ЕУ инсистира на постојању најмање три комитета управног или надзорног одбора код јавних (отворених) акционарских друштава: комитет за именовања, комитет за накнаде и комитет за ревизију. Изузетно, јавно акционарско друштво може груписати функције ових комитета у мање од три, с тим што тада мора образложити мотиве таквог груписања. Такође, поменута препорука дозвољава да, у јавним акционарским друштвима која имају мањи број чланова управног или надзорног одбора, ови органи могу сами вршити функцију поменутих комитета, под условом да су одговарајућег састава и да располажу адекватним информацијама.

Наш закон о Привредним друштвима Србије прихвата концепт обавезности постојања у јавним (отвореним) акционарским друштвима комисије (комитете, одборе) за ревизију и могућност постојања и комисија за именовања и комисија за накнаде. У једнодомном моделу управе ово су комисије одбора Директора, а у дводомним моделима управе ово су комисије надзорног одбора (помоћна и извршна тела која не могу одлучивати о питањима из надлежности органа који их бирају и чија су тела, већ имају овлашћења прописана законом). У случају необразовања ових комисија, код факултативног статуса, њихове функције обавља одбор директора, односно надзорни одбор друштва.

У складу с Препоруком Комисије ЕУ, управни или надзорни одбори дужни су да сваке године процењују резултате рада ових комитета као и да процењују ефикасност и компетентност сваког члана управног одбора и ових комитета и њихове резултате. Препорука Комисије ЕУ инсистира да се овлашћење сваког комитета мора утврдити одлуком управног одбора или надзорног одбора.

Поред образовања комитета управног или надзорног одбора, наведени органи и даље остају одговорни за одлуке из домена своје надлежности. Уколико национални закони дозвољавају делегацију овлашћења одлучивања са ових органа на ове комитете, та делегација мора бити праћена изричитом образложеном одлуком управног или надзорног одбора, зависно од тога у чију надлежност по закону или аутономним актима друштва изворно спада одлучивање о конкретном питању, која уз то мора бити и објављена на потпуно јасан и транспарентан начин.<sup>17</sup>

Статусна питања комитета (комисија):

Према Закону о привредним друштвима Србије, у јавним акционарским друштвима већину чланова све три комисије морају чинити неизвршни директори, док извршни директори не могу бити чланови ових комисија, а председник комисије за ревизију мора бити независни директор (ЗОПД, чл. 410 и 447).

Такође, најмање један члан комисије за ревизију мора бити лице које је овлашћени ревизор или које има одговарајућа знања и радно искуство у области финансија и рачуноводства, а које је независно од друштва у смислу услова независности прописаних законом за независног директора. У случају јавног акционарског друштва, ако ниједан од неизвршних директора друштва не испуњава услове независног члана, члана комисије за ревизију који испуњава те услове бира скупштина друштва.

Препорука Комисије ЕУ о независним директорима полази од принципа минимума три члана сваког комитета, а изузетно за јавна друштва која имају

---

<sup>17</sup> Препорука Комисије ЕУ о независним директорима, чл. 6.2.

мали број чланова управног или надзорног одбора омогућује и двочлани састав. Препорука Комисије такође дозвољава да у комитету за именовања који има мањину чланова који нису независни, један од тих чланова буде и сам генерални директор, ако јавно друштво то цени прикладним и опортуним решењем. Најзад, Препорука Комисије ЕУ о независним директорима сугерише дужност јавних акционарских друштава да обезбеде неопходна средства за рад у складу с функцијом ових комитета. Такође, важно је и правило да седницама комисије могу присуствовати само чланови комисије и стручна лица (не и чланови органа друштва) која једногласно позову чланови комисије да присуствују појединој седници, ако је њихово присуство важно за расправљање појединих тачака дневног реда.

*Комисија за именовања:*

Комитет за именовања приликом извршавања својих дужности мора анализирати предлоге који су поднети од заинтересованих страна, укључујући и предлоге менаџмента (извршних директора) и акционара.

Надлежност комисије: Препорука Комисије ЕУ о независним директорима (Анекс I) утврђује минимум надлежности комитета за именовање на следећи начин:

- налажење и препоручивање управном или надзорном одбору кандидата за упражњена места у овим органима (уз процену компетентности, знања и искуства);
- периодично процењивање структуре, обима, састава и перформанси управног одбора и надзорног одбора и предлагање евентуалних промена;
- периодично оцењивање компетентности, знања и искуства чланова управног одбора и надзорног одбора и подношење извештаја о томе овим органима;
- благовремено сагледавање питања наследника чланова ових органа;
- испитивање политике управног одбора и менаџмента (извршни директори) у вези са селекцијом и именованјем руководећих кадрова.

ЗОПД (2011) Србије утврђује такође надлежности комисије за именовање:

- предлагање критеријума за кандидате за чланове управног одбора и извршне директоре,
- предлагање кандидата за чланове ових органа,
- давање мишљења о другим предлозима,
- преиспитивање, најмање једном годишње, ових критеријума и састава чланства поменутих органа,
- разматрање кадровске политике друштва у избору лица на руководећа места у друштву,

- обављање других поверених послова у вези с кадровском политиком друштва које јој повери одбор директора, односно надзорни одбор.

Комисија за ревизију:

Према препоруци Комисије ЕУ (Анекс I), постоје две области делокруга комитета за ревизију. Реч је о области интерне, пре свега финансијске политике и области спољне контроле. У оба случаја, делокруг комитета за ревизију у вези је с делокругом управног одбора (једнодомни модел) или надзорног одбора (дводомни модел). У циљу извршења својих дужности комитет за ревизију мора бити у потпуности информисан, док чланови комитета за ревизију (као и интерни и спољни ревизор) морају имати слободан приступ члановима управног и надзорног одбора, као и акционарима.<sup>18</sup>

Када је у питању интерна политика и процедура комитет за ревизију уобичајено обавља следеће послове:

- испитивање испуњености услова за израду консолидованих финансијских извештаја друштва;
- спровођење поступка избора ревизора друштва и предлагање кандидата за ревизора друштва, с мишљењем о његовој стручности и независности у односу на друштво;
- давање мишљења о предлогу уговора с ревизором друштва и у случају потребе, давање образложеног предлога за отказ тог уговора;
- вршење надзора над поступком ревизије, укључујући и одређивање кључних питања која треба да буду предмет ревизије и проверавање независности и објективности ревизора друштва;
- обављање и других послова из домена ревизије које јој повери одбор директора, односно надзорни одбор.
- контролише интегритет финансијских информација датих од друштва,
- преиспитује, најмање једном годишње, интерне системе контроле управљања ризицима, ради уверавања да су главни ризици, рачунајући ризике у вези с поштовањем закона и важећих прописа, коректно утврђени, управљани и објављени;
- уверава се у ефикасност функције интерне ревизије, нарочито чинећи препоруке које се односе на селекцију, именовање, преименовање и опозив одговорних за службу интерне контроле и буџет ове службе и проверава да ли управа води рачуна о овим препорукама и закључцима (ако јавно друштво нема службу интерне контроле, најмање једном годишње мора се оцењивати нужност формирања);
- контролише процедуру подвргавања друштва прописима који се односе на могућности за запослене да указују на важне неправилности које су по

---

<sup>18</sup> Закон о привредним друштвима (*Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014-др. закон и 5/2015), чл.41

њима почињене у друштву шаљући по правилу анонимне дописе независним члановима управе и да се тим поводом увере у постојање механизма који предвиђају независну истрагу, уз праћење одговарајућих даљих радњи;

- подноси извештај о својој делатности управном или надзорном одбору друштва, најмање сваких шест месеци приликом усвајања полугодишњих и годишњих извештаја.

У области спољне контроле, комитет за ревизију нарочито:

- даје препоруку управном и надзорном одбору које се односе, с једне стране, на селекцију, избор, реизбор и опозив спољног ревизора од стране надлежног органа и с друге стране, на модалитете његовог ангажмана;
- уверава се у независност и објективност спољног ревизора, утврђујући нарочито да друштво за ревизију поштује инструкције у вези ротације ревизора, ниво хонорара и друге прописане захтеве;
- контролише природу и домаћај услуга које врши друштво за ревизију а које нису ревизија, као и све исплаћене хонораре од друштва и његове групе друштву за ревизију и његовој групи, у циљу елиминисања било ког важног сукоба интереса (при овом се морају посебно поштовати препоруке Комисије ЕУ које су врсте услуга, поред ревизије: искључене, дозвољене после испитивања од овог комитета, и дозвољене без консултовања овог комитета);

- контролише ефикасност процеса спољне ревизије и утврђује да ли управа води рачуна о препорукама које чини спољни ревизор;
- истражује проблеме који воде оставци спољњег ревизора и чини препоруке које се односе на све неопходне мере.

ЗОПД Србије утврђује следеће надлежности комисије за ревизију:

- припремање, предлагање и проверавање спровођења рачуноводствених политика и политика управљања ризицима;
- предлагање одбору директора, односно надзорном одбору именована и разрешења лица надлежних за обављање функције унутрашњег надзора у друштву;
- вршење надзора над радом унутрашњег надзора у друштву;
- испитивање примене рачуноводствених стандарда у припреми финансијских извештаја и оцењивање садржине ових извештаја;

Ад хок комисије:<sup>19</sup>

Факултативност – Ад хок комитети нису обавезни, њих јавно акционарско друштво може образовати и због извршења посебних дужности, попут посебног

---

<sup>19</sup> Закон о привредним друштвима 2011 (чл.409, ст. 2, тач. 3) утврђује могућност образовања и „других комисија у складу са потребама друштва, ако је то предвиђено статутом”.



комитета за спорове (који се односе нарочито на деривативне тужбе). Овај комитет може играти значајну улогу (на пример, у покретању одређеног поступка разрешења тужиоца, ако комитет сматра да је тужба супротна интересу компаније).

Три „климава стуба” независних и неизвршних директора :

Препорука Комисије ЕУ предвиђа да чланови управног одбора (једнодомни модел) и надзорног одбора (двodomни модел) морају поседовати одговарајуће квалификације, знање и капацитете. Посебно, чланови комитета за ревизију морају поседовати образовање и искуство у области финансија и рачуноводства јавних друштава у зависности од његове делатности. Уз то, управни и надзорни одбор морају сваке године да преиспитују у којим доменима ови чланови морају да прошире своје компетенције.

Приликом предлагања новог члана управног или надзорног одбора, услови који некога квалификују морају бити објављени, а јавно друштво је обавезно да сваке године објављује профил својих чланова управног и надзорног одбора, односно информације о посебним компетенцијама које их квалификују за ту функцију. У упоредном праву и пракси посебно се расправља о питању трајања мандата и могућности реизбора чланова управног и надзорног одбора. У енглеској пракси доминира решење годишњих мандата у вези с усвајањем финансијских извештаја и извештаја управе о раду друштва<sup>20</sup> док је у континенталној пракси још увек доминантније решење мандата од три до шест година. Препорука Комисије ЕУ о независним директорима, стога, утврђује правило да се чланови управног и надзорног одбора бирају на „утврђени мандат” на основу домаћих прописа сваке земље, уз могућност реизбора (Анекс II за неизвршне – независне чланове ограничава реизбор на три мандата или највише 12 година), ради стицања неопходног искуства.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> Тако и ЗОПД, чл. 311.

<sup>21</sup> ЗОПД прописује максимално трајање мандата директора акционарског друштва код једнодомног модела управљања и извршних директора и чланова надзорног одбора код двodomног управљања, на период од четири године уз могућност поновног избора, али и два додатна правила за престанак мандата: „ако директор у току трајања мандата престане да испуњава услове да буде директор друштва, сматра се да му је престао мандат даном престанка испуњености тих услова”, што важи и за директоре у случају једнодомног управљања друштвом и за извршне директоре и надзорне директоре код двodomног управљања друштвом; и „мандат директора престаје ако скупштина не усвоји годишње финансијске извештаје друштва у року који је предвиђен за одржавање редовне седнице скупштине” (изгледа невероватно али по тексту овог закона ово важи за директоре код једнодомног управљања друштвом и чланове надзорног одбора, надзорне директоре код двodomног управљања друштвом, али не важи за извршне директоре код двodomног управљања друштвом). Поредити: чл. 385, 394, 421, 425, 435 и 439.

У циљу што ефикаснијег извршења својих обавеза, Препорука Комисије ЕУ сугерише дужност сваког неизвршног члана управног или надзорног одбора да овим својим функцијама посвети захтевано време и пажњу, у ком смислу постоји и њихова дужност да лимитирају друге професионалне обавезе и то у мери у којој је то потребно за испуњавање обавеза које намеће функција независног члана у компанији.

Поред наведеног, неизвршни и независни чланови управе су дужни да обавештавају котирано друштво о накнадним променама својих радних ангажмана, што је друштво у својим годишњим извештајима дужно да објави и учини доступним инвеститорима власницима акција, постојећим код јавног друштва и као потенцијалним инвеститорима.

Информисаност: С обзиром на то да неизвршни и независни директори нису у радном односу у друштву и немају могућност непосредног информисања о пословима друштва, као и на то да информације добијају од извршних директора друштва (и као и сви акционари и пословна јавност из информација које се обавезно објављују)<sup>22</sup> који су у радном односу у друштву. Информације добијене на овај начин могу бити и неблаговремене и недовољне, што знатно отежава позицију неизвршних и независних директора.

Јавност (транспарентност): Препорука Комисије ЕУ о независним директорима, у складу с поставкама из Winter извештаја;<sup>23</sup> предвиђа да управни и надзорни одбор најмање једном годишње објаве битне информације о својој интерној организованости и својим активностима. Јавно друштво је у обавези да годишње објави и тзв. декларацију о комитетима, која детаљно описује њихов састав, број састанака, као и главне активности. Управни одбор (једнодомни модел) и надзорни и извршни одбор морају водити рачуна да акционари буду прописно информисани о пословима јавног друштва, стратешком прилазу и управљању ризицима и сукобима интереса. Улога чланова управног и надзорног одбора у погледу објављивања и ангажмана према акционарима мора бити јасно описана.<sup>24</sup>

Одговорност: Уговорна и вануговорна одговорност, традиционално се заснива на институту кривице, доказане или претпостављене. Под утицајем англосаксонске прецедентне праксе и на њој засноване регулативе (соттоп лау) континентално право преузима (правни трансплант) институт правила пословне

---

<sup>22</sup> Поред законски обавезних елемената и начина објављивања информација, друштва треба додатно да пропишу и детаљније уреде принципе, поступак и елементе објављивања и других података значајних за акционаре и јавност, тако што ће усвојити посебну политику објављивања – Кодекс ПКС, принцип 37. Види и: Кодекс ПКС, принцип 38, као и: Закон о тржишту капитала – ЗОТК, Службени гласник РС, 31/2011, чл. 50–71.

<sup>23</sup> WinterReport, 63.

<sup>24</sup> Препорука Комисије ЕУ о независним директорима, чл. 9 и Анекс I, тач.1.6.

одлуке (бусинес јудгмент руле), који поставља питање места института кривице грађанског права као основа уговорне или вануговорне одговорности.

Овакав став има и српско право и то грађанско као и компанијско. У складу са институтом кривице, односно „дужности пажње” грађанског права Закон о привредним друштвима Србије нормира да директори, чланови надзорног одбора, заступници, прокуристи и ликвидациони управник (односно „лица која имају посебне дужности према друштву” како их закон именује) имају обавезу да у том својству извршавају све своје послове савесно и са пажњом доброг привредника, као и да делују у најбољем интересу друштва.

Под пажњом доброг привредника сматра се степен пажње са којом би поступало разумно пажљиво лице које поседује одређено знање, вештине и искуство које би се основано могле захтевати за обављање те дужности у друштву .

Ако „лица која имају посебне дужности према друштву” поседују одређена специфична знања, вештине или искуство, приликом оцене степена пажње узете се у обзир и та знања, вештине и искуство.

Такође лица која имају посебне дужности према друштву имају могућност да своје поступање заснивају и на информацијама и мишљењима лица стручних за одговарајућу област, за које разумно верују да су у том случају савесно поступала. Такође лице које има посебне дужности према друштву које докаже да је поступало у складу с законом није одговорно за штету која из таквог поступања настане за друштво”.<sup>25</sup>

Правни стандард „добар привредник” и „добар стручњак” (дужна пажња):

Приликом управљања друштвом и оцене поштовања фидуцијарне дужности, може се поставити питање када постоји или не постоји кривица као основ субјективне одговорности. Одговор на ово питање даје закон који уређује материју облигационих односа промоцијом правног стандарда „добар привредник”, и правног стандарда „добар стручњак” односно Закон о привредним друштвима промоцијом правног стандарда „добар привредник”. У оба случаја потребно је испуњење одређеног степена „дужне пажње” и то пажње која се у правном промету захтева у одговарајућој врсти облигационих односа односно „дужности пажње”.

Појам „дужности пажње” у корпорацијском (компанијском) праву означава се као „лица са дужности према (привредном) друштву” развијен је посебно у америчкој теорији и судској пракси са циљем одређења садржаја и лимита. Такође и енглеско право, анализира овај појам разликујући, појам чисте пажње

---

<sup>25</sup> Закон о привредним друштвима Србије (2011), чл. 63 у вези са чл. 61 Закон о привредним друштвима Србије, Службени гласник РС, бр. 125/2004, чл. 32 у вези са чл. 31.

од појма компетенције, вештине. Дакле „лица са дужностима према друштву” не могу гарантовати постизање неког резултата (обавеза резултата), већ само предузимање с „дужном пажњом” свега што је у њиховој моћи (обавеза средстава – начина), према стандарду „разумног човека” или „пажљивог човека”.<sup>26</sup> Тешкоће процене „дужне пажње” произилазе посебно из чињенице да не могу постојати објективни критеријуми процене у материји управљања компанијама.

Битна обележја овог стандарда у смислу поменутог прописа су:

- Потребно је да се ради о разумно пажљивом лицу,
- Да лице кумулативно поседује три битна својства за обављање те дужности: знање,
- Односно, поседовање према основном очекивању наведених трију својстава.

Правило пословне одлуке – Business Judgment Rule:

Веома битно питање у вези правила business judgment је питање субјекта заштите овим правилом. Генерално се сматра да се ово правило примењује како на директоре (чланове одбора директора) тако и на менаџере. У америчкој судској пракси примена овог правила проширена је и на trustee, рачуновођу у својству привременог директора, већинског (контролног) акционара када извршава менаџерске функције које редовно извршавају директори или менаџери. С друге стране, мањински акционари и запослени нису обухваћени овим правилом. Отуда, директори који желе да заштите запослене на кључним функцијама у корпорацији могу их формално именовати као неку врсту менаџера.<sup>27</sup>

Закон о привредним друштвима говори о „лицама са дужностима према друштву”,<sup>28</sup> под којима подразумева: директоре, чланове надзорног одбора, односно управног одбора, заступнике и прокуристе и ликвидационе управнике. Дакле, сви директори, независно од њихове класификације, обухваћени су овим правилом, (директори по праву и фактички директори,<sup>29</sup> извршни и неизвршни

---

<sup>26</sup> А. Tunc, “La distinction des obligations de resultat et des obligations de diligence”, JCP 1945, I, 449. Закон о корпорацијама Пенсилваније дефинише овај стандард „као пажњу коју се очекује да покаже једно уобичајено пажљиво лице, у сличној позицији, под сличним околностима.” Слично и RMBСА, par. 8,3 (a) (2). Вид. D. Branson, Corporate Governance, Washington 1993, 253-254 и 262-264; С. А. Riley, “The Company Director’s Duty of Care and Skill: The Case for an Onerous but Subjective Standard”, *The Modern Law Review*, 62/1999, 704-706.

<sup>27</sup> Наведено према: D. Branson, 333. Вид. RMBСА, par. 8.30 и 8.42.

<sup>28</sup> ЗОПД (2011), чл. 61. ст.1. тач. 4 и 5 у вези са чл. 63. Упор. Г. Коевски 353–355.

<sup>29</sup> Директори по праву су чланови управног одбора у континенталној пракси или борда директора у англосаксонској пракси (којима треба додати извршне директоре

директори, унутрашњи и спољни директори, независни директори и директори који немају интереса у одређеном послу, директори и административни руководиоци – officers, administrateurs, присутни и одсутни директори на седници одбора, „тобожњи директори,, или „директори фигуре” итд.)<sup>30</sup>

Анализом правила у упоредном праву, може се закључити да је нормативни оквир у два велика правна система, англоамеричком са једне стране и романско германско словенском, са друге стране, доста уједначен. Идеја о стварању јединственог правног система датира од давне прошлости, али је до сада највећа униформисаност постигнута управо у комерцијалном, привредном праву, не рачунајући дипломатско право.

---

– менаџмент, који обављају оперативне послове дневног руковођења), било да су независни (или неизвршни) или извршни. Појам „фактичког директора” (континентална школа) и/или „скривених директора” – директора у сенци – аглосаксонска школа (les dirigeants occultes, shadow directors) остаје неодређен. У сваком случају, ово нису лица која су директори по праву ко ка формално заузимају такве позиције у друштву по основу којих имају формалне одговорности, независно од тога како се називају (директори, менаџери, чланови управног одбора, чланови борда директора, officers, trustees, итд.). Уобичајено се у судској и пословној пракси сматра да се у овој позицији налазе лица која директно или преко неког другог лица врше један континуирани утицај на управљање одређеним друштвом и то самостално, било да то чине под окриљем директора по праву или отворено уместо њих. У таквој ситуацији, не аутоматски, али с великим ризиком да буде тако окарактерисано, налази се редовно контролно друштво и његова управа у односу на зависно друштво и његову управу. У таквој позицији може се наћи и банка (или други значајни поверилац), која условљава давање кредита компанији, што се може оквалификовати таквом природом утицаја. Вид. E. Scholastique, 9-16; Robert P. Austin, Ian M. Ramsay, *Ford's Principles of Corporations Law*, Chatswood, N.S.W. 2007<sup>13</sup>, 341-350.

<sup>30</sup> У смислу компанијског права сви директори, независно од категорије, имају исту дужност пажње и разграничења попут техничког, специјалистичког, хонорарног, одсутног, полупенизионисаног и слично, директора, у смислу ове дужности не признају се. Директори који желе овакав статус могу дати оставку или не прихватити избор, а постоји могућност постојања техничког или саветодавног одбора директора, који није одбор директора у смислу компанијских права, па ни у смислу дужне пажње. У случају *Francis v. United Jersey Bank*, тражен је специјални статус за супругу преминулог директора оснивача корпорације. После смрти њеног супруга, као директор она није радила ништа и одала се алкохолизму до смрти. За то време син је систематски поткрадао корпорацију. Врховни суд Њу Џерзија учинио је неспорним да директор не може наћи уточиште у специјалном статусу избеглиштва, макар и привремено: „Директор није орнамент, већ битна компонента корпоративног управљања. Следствено томе, директор не може заштитити себе иза заклона папира под мотом “dumny director”. *New Jersey Закон о корпорацијама* намеће стандарде редовне пажње свим директорима, потврђујући да су “dumny director”, „ директор фигура” и слично анахронизми, без места у закону *New Jersey-ја*.” Вид. D. Branson, 1993, 279-283.

Иако постоји различити степен развоја земаља, униформисаност поступања у комерцијалним односима је нужна, да би се међусобно реализовали пословни контакти и подухвати. Иако је пракса у Републици Србији показала неприлагођеност препорука ЕУ, у погледу организације за Српска друштва нарочито „гломазне” управе у јавним акционарским друштвима када се ради о дводомном управљању, ипак је за друштва у Србији економски много прихватљивији систем једнодомне управе друштвима.

## 5. Друштвено одговорно пословање

Идеја о друштвеној одговорности компанија први пут је нашла своје место у праву Немачке 1937. године, усвајањем Закона о акционарским друштвима. Ако се има у виду да је Немачка творац правне државе и начела савесности и поштења, као општеприхваћеног начела не само у пословању у привреди, облигационим, имовинским и другим односима, већ и у правном животу уопште, а које је ункорпорисано у све уставе света и међународне уговоре, разумљиво је да се овај концепт нашао пре свих, управо у праву Немачке. Тим актом инкорпорисан је интерес државе у акционарским друштвима, на основу концепта „посебног интереса компаније као правног лица”. Тим законом је формиран дводомни модел управе у Немачкој, који уводи надзорни одбор са задатком да се стара о посебним интересима компаније („интерес друштва”), а који се разликује од интереса других конституената. Овим путем је први пут формално држава номинована као један од конституената заинтересованих за пословање компаније, што је сасвим оправдано. Иначе све до тада, а у многим земљама света и данас, питање друштвене одговорности компанија, пре свега са становишта теорија а тек касније, по негде институционално, почело се расправљати<sup>31</sup> тек са појавом кризе берзе и великих берзанских скандала, као једним од сегмената корпоративног управљања,<sup>32</sup> када се признало да компанија ипак има утицај на државу у разним облицима деловања, кроз утицај на животну средину, јавне приходе државе, економију државе, политику државе, потрошаче итд.

---

<sup>31</sup> „Велика је конфузија око значења друштвене одговорности корпорација. Многи овај појам изједначавају са филантропијом. Такође, и термини „друштвени” и „одговорност” су криво интерпретирани. „Друштвено” не значи оно што је домен владе, већ корпорације у вези са друштвом, укључујући и животну средину. „Одговорност” је за једне полагање рачуна према друштву, а за треће добро просуђивање.” Вид. А. Vives, *Corporate Social Responsibility: The Role of Law and Markets and the Case of Developing Countries*, Chicago – Kent Law Review, 83: 1/2008. Неки теоретичари сматрају да је појам друштвене одговорности сам по себи *contradictio in adjecto*. Вид. S. Taboroši, *Društvena odgovornost kompanija*, *Pravni život*, 2005, 11, 41.

<sup>32</sup> J. Hamers, K. Schwarz, B. S. Bisschop, *Corporate Social Responsibility Trends in the Netherlands and Europe*, *Stellenbosch Law Review*, 16/2005, 299; A. Gill, *Corporate Governance as Social Responsibility: A Research Agenda*, *Berkeley Journal of International Law*, 26/2008, 461-465 и 473-474.

Тиме је истовремено први пут пољуљан амерички став о искључивости интереса власника капитала у друштву капитала. Суочавајући се са великим системским кризама, поставља се питање да ли је компанија установа само приватног права (која има само приватноправну функцију остваривања интереса својих власника, као што још увек промовише англоамеричко право) или је све више поред тога и установа која има опште друштвену функцију (која поред приватноправне функције има и својеврсне јавноправне функције задовољавања и других интереса, од којих су неки и приватни интереси, а неки и јавни интереси)?<sup>33</sup>

Изналажење одговора на ово питање поставило је и феномен друштвене одговорности компаније, која се разликује од одговорности власника компаније. Почетак новог века постао је век пуне афирмације система друштвене одговорности компанија, тако да оне све више попримају мешовиту природу приватноправних и јавноправних субјеката<sup>34</sup>.

Концепт друштвене одговорности, настао је пре свега на основама добровољности да би касније донекле прерастао у поље правне обавезности, у делу који је посебно битан за његово одређење и развој. Постоје ставови да, бити друштвено одговоран не значи само испуњавати законске налоге, већ и ићи „преко“ тога,<sup>35</sup> да се компаније обавезу нпр. на већа улагања у заштиту људских права од законски прописаног минимума заштите, већа заштита потрошача од законског минимума заштите, већа улагања у заштиту животне средине, већа заштита других носилаца интереса поред власника (запослени, повериоци, управа, локална заједница, држава). Овакав приступ има и своје директно исходиште у повећању продуктивности, профита и конкурентности компаније.<sup>36</sup> Тако су захтеви држава у погледу обавезности компаније на друштвену

---

<sup>33</sup> Вид. Douglas Branson, *Corporate Governance Reform and the 'New' Corporate Social Responsibility*, *University of Pittsburgh Law Review*, 62, 2000-2001, 611 и 635-636.

<sup>34</sup> Lj. Rajnović, *Društveno odgovorno poslovanje u funkciji poboljšanja privrednog ambijenta u Republici Srbiji*, *Ekonomski vidici*, 21, 2016, 1, 1–13.

<sup>35</sup> „С обзиром на неефикасност регулације и саморегулације, питање је може ли корпорација ићи изван закона? Чини се да ово питање није нужно с обзиром на минимум регулације да би се обезбедила ефикасност бизниса. Корпорације би требало и добровољно да тако раде... да иду изван закона и то је суштина њихове друштвене одговорности...” Сматра се да то корпорација може чинити у сваком случају кад би такво улагање (на пример у заштиту животне средине) водило повећању добити, али ништа не спречава корпорацију да то ради и ако такво улагање не води повећању вредности, узимајући у обзир етичке консидације, под условом да је реч о друштвеним користима, а не личним користима менаџера. Вид. A. Vives, 217-221.

<sup>36</sup> „Питања људских права, права запослених и заштите животне средине могу пратити циљеве максимирања профита” („Triple Bottom Line“ – People, Planet and Profit – PPP). Вид. J. Elkington, *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Michigan: New Society Publishers, 1998, 461.

одговорност, од идеје, како је на почетку замишљен, да се односи само на највеће мултинационалне корпорације, проширени и на мала и средња предузећа.

У случају сукоба интереса између максимирања профита и друштвене одговорности компаније, теорија друштвене одговорности компанија даје аргументе који иду у прилог друштвеној одговорности компаније а то су:

- правни аргументи – друштвена одговорност компаније води немогућности мешања у њене послове и већој самосталности,
- економски аргументи – на дуги рок јача идентитет и репутацију компаније пред стејхолдерима, што се одражава и на њен економски положај,
- кадровски – друштвена одговорност компаније способна је да привуче квалификованији кадар и
- етички – компаније имају општу одговорност према друштву у ком функционишу.<sup>37</sup>

Ако би се поменуте одговорности компаније представиле у облику пирамиде, најширу основу и моћ имала би 1) економска одговорност, затим 2) правна одговорност компаније, док би након тога дошла 3) морална одговорност и на врху, као најмање по моћи и посвећености компаније, дошле би 3) добротворне или филантропске одговорности, које одражавају и најмањи део друштвене одговорности компаније. Наравно, правило је да се етичке и добротворне одговорности предузимају само уколико то повећава профит компаније.<sup>38</sup>

Заузимајући став Немачке, Европска комисија је после више од 60 година од дана усвајања поменутог закона, у 2001. години, издала први акт о феномену друштвене одговорности, за разлику од САД, које у основи не познају универзално прихваћен систем друштвене одговорности корпорације.<sup>39</sup> У САД је и даље, све подређено само максимизацији профита власника корпорације.

Друштвена одговорност компанија дефинисана је у следећим актима Европске комисије:

- У тзв. Зеленој књизи, коју је донела Европска комисија, као „*концепт према којем компаније на добровољној основи интегрису бригу о*

---

<sup>37</sup> Вид. М. Nehme, С. К. Ghee Wee, Tracing the Historical Development of Corporate Social Responsibility and Corporate Social Reporting, James Cook U. L. Rev. 15/2008, 134-135.

<sup>38</sup> Тако, на пример, ако компанија даје донације за директорову жену, то представља сукоб интереса и нема економских ефеката, те је као такво недозвољено. Вид. М. Nehme, С. К. Ghee Wee, 141.

<sup>39</sup> COM (2001), 366 final, GREEN PAPER: Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility (CSR).



*друштвеним и еколошким питањима у своје пословне активности и односе са својим стејкхолдерима*”, који представљају носиоце различитих интереса поред интереса акционара као власника компаније, дакле спољних интересних група. Ова дефиниција постала је референтна за дефинисања система тзв. друштвене одговорности компанија за документе који ће касније уследити.

- У току 2002. године, Европска комисија објављује Саопштење 347, као саставни део Зелене књиге, које третира улогу компанија у постизању тзв. одрживог развоја.<sup>40</sup>
- Ново Саопштење 136, Европске комисије објављено 2006. године, разматра питање партнерства влада и послодаваца у процесу остваривања економског раста и запослености, као једно од примарних питања система друштвене одговорности компанија.<sup>41</sup> Истовремено, као подршку развоју европског система друштвене одговорности компанија, ЕУ развија и институционалну инфраструктуру.<sup>42</sup>
- Затим, Европска комисија, 2010. године у ЕУ Стратегији – Европа 2020.<sup>43</sup>, дефинише систем тзв. одрживог развоја, правце мера и очекивања за бољи живот Европљана без угрожавања будућности и планете и представља одговор Европске комисије на пољуљано поверење јавног мњења у пословни сектор. Друштвено одговорно пословање компанија остаје континуирани циљ, а тиме и фокусирање на друштвене и етичке перформансе компаније. Са жељом да спречи да економска криза одгурне у други план концепт друштвене одговорности компаније, 2011. Европска комисија објављује и нову Стратегију (New Респонсибле Бусинесс Пацкаге) у циљу интензивирања ових потреба.<sup>44</sup> Новом Стратегијом дефиниција друштвене одговорности компаније поједностављена је и одређује се као „*одговорност компанија за своје утицаје на друштво*” чиме се мења сама суштина овог система, који се помера од концепта добровољне примене на одговорност компаније према свим носиоцима интереса (stakeholder koncept).<sup>45</sup> У истом циљу најављена је модернизација Директиве ЕУ о

---

<sup>40</sup> COM (2002), 347 final: Communication from the Commission concerning CSR: A business contribution to sustainable development.

<sup>41</sup> COM (2006), 136 final: Communication from the Commission concerning CSR: Implementing the Partnership for Growth and Jobs: Making Europe a pole of excellence on CSR.

<sup>42</sup> Вид. Ивана Родић, Стратегија Европске уније за друштвено одговорно пословање, *Право и привреда*, 7-9/2012, 619.

<sup>43</sup> Europe 2020 (2010): A Strategy for Smart, Sustainable and Inclusive Growth

<sup>44</sup> COM (2011), 681 final: A Renewed EU Strategy 2011-14 for Corporate social Responsibility, 6.

<sup>45</sup> Стратегија наглашава да, да би компаније постале потпуно друштвено одговорне, потребно је да питања социјалних, еколошких, етичких питања, као и питања људских права „интегришу у пословне активности и стратегију у тесној сарадњи са својим стејкхолдерима”. Овакво одређење система друштвене одговорности компанија у потпуности коинцидира и са међународним одређењем ових принципа у

транспарентности пословања компанија (2004/109/ЕЦ) и Директива о књиговодству (78/660/ЕЦ и 83/349/ЕЦ). Саставни део ове нове стратегије су и Саопштења 681 и 682,<sup>46</sup> у којима се наглашава да је у интересу свих носилаца различитих интереса друштвено одговорно пословање компаније, те да је за овакав прилаз компанија и економски мотивисана, као и потреба да такво понашање компаније мора бити изражено кроз инвестициону политику, јавне набавке, заштиту животне средине и кроз целовити корпус заштите људских права, а што све мора бити видљиво кроз систем обавезних јавних информација јавних компанија. Тиме се јача поверење грађана (потрошача) и инвестиционе јавности у дату компанију.

Да би се компаније мотивисале, инсистира се на подстицајима компанијама за друштвено одговорно пословање, порески подстицаји, подстицаји код јавних набавки, установљење посебних награда и признања за компаније с престижним друштвено одговорним понашањем и јавно признавање компанијама статуса компаније с друштвено одговорним понашањем, стављање етикете на њихове производе како би били препознатљивији код потрошача, и слично.<sup>47</sup>

Значајни извори права друштвене одговорности компанија на међународном плану, којима се креира и политика и правни стандарди су свакако ОЕЦД Водич за мултинационална предузећа,<sup>48</sup> (и бројни други водичи невладиних организација о друштвеној одговорности компанија), RIO Declaration on Environment and Development,<sup>49</sup> UN Norms on the Responsibilities of Transnational Corporations and Other Business Enterprises With Regard to Human Rights<sup>50</sup> (за разлику од других међународних докумената о друштвеној одговорности компанија, они наглашавају да мултинационална предузећа „имају обавезу да унапређују, осигуравају унапређење и поштују и штите људска права призната као међународна и национална права”), затим конвенције Међународне организације рада о принципима рада и заштити на раду као и бројна компанијска правила понашања (етички принципи у вези с друштвеном одговорношћу) и др.<sup>51</sup>

---

OECD Guidelines for Multinational Enterprises, ISO 26000 (CSR Guidance) и UN Guiding Principles on Business and Human Rights.

<sup>46</sup> COM (2011) 682/2: Social Business Initiative – Creating a Favourable Climate for Social Enterprises, Key Stakeholders in the Social Economy and Innovation.

<sup>47</sup> Више: I. Rodić, 623–625.

<sup>48</sup> OECD Guidelines for MNE, 19, OECD Doc. /GD (97) 40 (2000), <http://www.oecd.org/dataoecd/56/36/1922.428.pdf>, 17.

<sup>49</sup> UN Conference on Environment and Development, Annex I, Agenda Item 21, at 8-11, UN Doc. A/Conf. 151/26 (Vol I) (Aug.12,1992)

<sup>50</sup> UN ESCOR, 55th Sessin, Agenda item UN. Doc E/CN.4/Sub.2/2003/38/Rev.2 (2003).

<sup>51</sup>Више: I. Bantekas, CSR in International Law, *Boston University International Law Journal*, 22/2004, 317-326.

---

Иницијатива за формално регулисање идеје друштвено одговорног пословања компанија уследила је и на српском тржишту у складу са стратегијом приближавања ЕУ. Од значајнијих идеја по том питању треба навести:

- Форум пословних лидера Србија (BLF Serbia, 2007),
- Глобални договор Србија (UN Global Compact Serbia, 2007) и
- Реализација пројекта у оквиру Привредне коморе Србије „Успостављање друштвене одговорности у југоисточној Европи” у којем је учествовало око 400 компанија.
- Стратегија развоја и промоције друштвено одговорног пословања у Србији за период од 2010. до 2015. године, усвојена од стране Владе Републике Србије (2010),<sup>52</sup> која, по угледу на модел ЕУ, садржи три суштинске ствари:
  - 1) поштовање законских обавеза,
  - 2) умањење и елиминисање негативних ефеката пословања и управљања ризиком и
  - 3) увећање позитивних ефеката пословања компанија на целокупно друштво на домаћој територији.
- Република Србија је донела у мају 2008. и Акциони план за период од 2009. до 2017. године,<sup>53</sup> којом се промовише принцип развоја привреде на знању и вештинама, друштвено (социјалном) економском развоју и заштити животне средине.

После усвајања наведених аката, остаје да се види, колико ће се стварно примењивати у пракси и донети очекиване ефекте, или ће се њихово дејство задржати само на промовисању. Поред наведеног, усвајање посебног стандарда у вези са друштвено одговорним пословањем компанија – ИСО 26000, упутство за примену система друштвено одговорног пословања компанија,<sup>54</sup> од стране Међународне организације за стандардизацију, подстакло је Републику Србију да овај стандард прогласи за СРПС – ИСО 26000.<sup>55</sup>

*Схватања о друштвеној одговорности компаније:*<sup>56</sup>

*Теорија уговора – интерес власника (Shareholder теорија):*

У правној теорији и пракси, још пре усвајања Закона о акционарским друштвима Немачке, који је, како је наведено, у правни живот увео институт друштвене одговорности компаније, почело је да се анализира и предметно

---

<sup>52</sup> Вид. <http://www.srbija.gov.rs>.

<sup>53</sup> Службени гласник РС, бр. 57/2008.

<sup>54</sup> ISO 26000, Guidance on Social Responsibility. Vid. [www.iso.org](http://www.iso.org).

<sup>55</sup> Службени гласник РС, бр. 30/2011.

<sup>56</sup> Вид. О. Амао, Corporate Social Responsibility, Social Contract Corporate Personhood and Human Rights Law: Understanding the Emerging Responsibilities of Modern Corporations, *Australian Journal of Legal Philosophy*, 33/2008, 102-131.

питање „припадности,, акционарског друштва, односно друштва капитала. У тражењу одговора на наведено питање, од стране једног броја истраживача, највише америчких и енглеских, пошло се од тезе да је за регулисање „припадности” компаније меродавно уговорно право, а други истраживачи су сматрали да је за наведено питање меродавно компанијско право. Према ставу англоамеричких теоретичара, корпорација је посебна врста уговора између корпорације и власника капитала, без обзира да ли се ради о посебном уговору са статусним обележјем, тако да корпорација има само уговорну обавезу са једним циљем, да максимизује интересе власника („бизнис бизниса је бизнис” „једини стејхолдер је акционар” – чувене су максиме М. Фридмана), без обзира да ли они директно или индиректно њоме управљају. Овим се признаје постојање само једног интереса – интереса акционара - власника – схархолдер теорија.<sup>57</sup> Одређивање правне природе корпорације природом њеног оснивачког акта у основи негира постојање концепта друштвене одговорности компаније. Такво једнострано схватање узроковало је упућивање дела америчке судске праксе („Делавер синдром” посебно), као и дела правне теорије, „путем које се ређе иде”, који ван искључивог и јединог интереса акционара у припадности акционарског друштва њему, не жели да види и неки други интерес.<sup>58</sup>

Насупрот наведеном ставу, већина истраживача и практичара континенталног права, сматрају да је на тражење одговора о „припадности,, корпорације потребно применити правила компанијског права. Уколико би се компанијска регулатива искључила, онда и делује „страним” доказивање мултиинтересне позиције његове припадности<sup>59</sup>.

---

<sup>57</sup> Вид. Goran Koevski, *Socijalna odgovornost velikih akcionarskih društava*, *Pravni život*, 11/2005, 65–66.

<sup>58</sup> Овакав став америчке доктрине заснива се на познатом судском случају *Dodge v. Ford Motor* (1915). У овом случају одбор директора Форд Мотор корпорације усвојио је план годишње производње возила од један милион, уз одређивање ниже цене за модел „Т аутомобил” (цена је спуштена са 444 на 360 америчких долара иако је тржиште било прихватило претходну цену). Донета је и одлука да се не распоређује дивиденда због огромних издатака за инвестирање. Хенри Форд, као оснивач и доминантни акционар, изјавио је да је циљ одлуке проширивање благодети компаније и на запослене и на њихов животни стандард. Доц, као мањински акционар у овој корпорацији, покренуо је спор против ове одлуке. Врховни суд Мичигена утврдио је да су филантропија и алтруизам одиграли велику улогу у доношењу овакве одлуке, али није био њоме импресиониран и пресудио је: „Корпорација се оснива и послује ради стварања профита за акционаре. Директори своју моћ треба да усмере у том правцу. Дискретно овлашћење директора се односи на избор начина и праваца остварења тог циља, као што је нераспоредивање профита за дивиденде акционара и усмеравање за остварење тог циља”. Вид. Г. Коевски, *Компаративно корпоративно управљање*, Скопје, 2005, 44–51.

<sup>59</sup> Lj. Rajnović, J. Subić, N. Zakić, *Organizaciono i finansijsko restrukturiranje privrednih društava u funkciji poboljšanja privrednog ambijenta u Republici Srbiji*, Београд: Институт за економику пољопривреде, 2016, 202–204.

Схватања о искључивом, што представља екстремно схватање, или примарном, што представља реално схватање, интересу акционара, полазе од погрешне премисе да је за тражење одговора на питање да ли акционарско друштво припада искључиво или првенствено акционарима или и носиоцима других интереса (ризика), само ова регулатива правно релевантна. За регулисање статусних питања привредних друштава, као и питања права и дужности њихових власника меродавни су компанијски закони. Наведеним питањима не може се бавити регулатива која се тиче уговорних права поверилаца или било која друга регулатива.

*Теорија правног субјективитета компаније – интерес компаније (Стакехолдер теорија – комунитарна теорија):*

Као последица многих скандала у корпоративном сектору крајем двадесетог века и почетком овог века, наметнуо се нови став правне теорије и праксе, по питању друштвене одговорности компанија, посебно према одређеним лицима заинтересованим за пословање компанија, запосленима, потрошачима и широј друштвеној заједници (стејкхолдер теорија). Ужа дефиниција значења стејкхолдера укључује само запослене и повериоце, а шира све могуће друге интересне групе осим власника капитала.<sup>60</sup>

Нормативни оквир компанијског права, скоро свугде у свету, укључујући и Србију, која је наведену обавезу увела тек новим законом о привредним друштвима из 2011. године<sup>61</sup>, одређује да је за „интересе компаније” важно да управа друштва ради у „најбољем интересу друштва” (фидуцијарна дужност управе) и да контролни акционар и акционар са значајним капитал учешћем, има такође фидуцијарну дужност према компанији када делује унутар корпоративног субјективитета, директно обављањем послова у својству члана скупштине друштва или индиректно, преко управе друштва.<sup>62</sup> Кодекси корпоративног управљања говоре о „кључним носиоцима интереса за

---

<sup>60</sup> Вид. L. M. Fairfax, *Easier Said than Done? A Corporate Law Theory for Actualizing Social Responsibility Rhetoric*, *Florida Law Review*, 59/2007, 779-785. Фридманово одбијање друштвене одговорности корпорација и став да је једини њихов циљ профит данас је анахроно у контексту забринутости због климатских промена, нездраве хране и хазардних услова рада. Вид. M. Nehme, C. K. Ghee Wee, 168. Самит Г-8 светских лидера (2007) у Декларацији тражи од лидера њихових земаља да „унапређују и јачају корпоративну и друге форме друштвене одговорности као једну од четири приоритетне акције, путем међународно договорених правила друштвене одговорности корпорација и стандарда рада“. Вид. G-8 Summit, *Growth and Responsibility in the World Economy*, G-8 Summit Declaration 2007.

<sup>61</sup> Lj. Rajnović, *Fiducijarna dužnost većinskog vlasnika u društvu kapitala*, *Pravni život*, 57, 2011, 242–251.

<sup>62</sup> Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 125/2004, чл.31-35. Слично и Закон о привредним друштвима – ЗОПД (2011), чл. 61-63.

---

пословање друштва” као и о „интересу самог друштва”.<sup>63</sup> На тај начин се утемељава специјализована регулатива чији је *sedes materiae* идентификација и заштита других конститутивних интереса „припадности, компаније и посвећена је посебном интересу запослених, регулатива уговорног права врши институционализацију и заштиту интереса поверилаца и акционара у када су у поверилачком односу према компанији, регулатива права потрошача врши промоцију посебног интереса потрошача (производа или услуга), регулатива јавног права (и делом приватног) промовише „припадност, компаније и држави и локалној заједници поред припадности осталим наведеним лицима.

Због свега поменутог, може се закључити да је „интерес компаније” укупност свих наведених појединачних интереса свих конституената. У овој укупности примарни, дакле само на првом месту, је свакако интерес акционара, односно власника капитала, али то у сваком случају није једини интерес. Поред наведеног и управа друштва је носилац једног посебног конститутивног интереса („интерес управе”), јер она у друштво уноси свој специфични организационо хумани капитал. Међутим, с обзиром на прописану дужност управе „рада у најбољем интересу друштва” у случају сукоба сопственог интереса с интересом друштва, управа је дужна да буде лојална друштву у коме врши функцију управе (фидуцијарна дужност).

Друштво капитала (компанија, корпорација) је само на први поглед један комактан, правни субјект с једним интересом, интересом власника. Компанија је и „изнутра пуна сукоба и супротности”,<sup>64</sup> а тим пре према споља: окружењу, привредном и друштвеном.<sup>65</sup> Карактерише је вишеслојност различитих интереса (ризика) који постоје у сваком друштву, интерес акционара, поверилаца, запослених, управе, самог акционара и друштва односно интерес државе. Овим

---

<sup>63</sup> Српски Кодекс корпоративног управљања – СККУ, Службени гласник РС, бр. 99/2012, принципи 31-33: „добра пракса корпоративног управљања захтева друштвено одговорно пословање друштва, успостављање специфичних и обавезујућих принципа који се односе на заштиту животне средине и етичко понашање, као и објављивање релевантних информација које се односе на друштвено одговорне активности које друштво спроводи” (принцип 33), односно „друштво треба да води рачуна о специфичностима и развоју односа са различитим носиоцима интереса за његово пословање, имајући при том у виду сопствене потребе и карактеристике пословања, као и посебне интересе и потребе сваке групе носилаца интереса посебно” (принцип 32)

<sup>64</sup> Svetislav Taboroši, 42.

<sup>65</sup> Концепт друштвене одговорности компанија ушао је у групу европских приоритета тек 1993. године, када је тадашњи председник Комисије ЕУ Жак Делор (Jacques Delors) јавно упутуио захтев европској пословној заједници да „помогне напорима јавне власти у борби против незапослености и у другим областима социјалне политике”. Вид. S. Taboroši, 45.

интересима може се додати и интерес спољних конституената, потрошача и других.<sup>66</sup>

Поред посебног интереса потрошача свакако и само привредно друштво има посебни интерес, те се стога може говорити и о интересу друштва (компаније) као и о интересу државе у социолошком смислу речи (с обзиром на то да друштво капитала није такође у посебном уговорном односу са државом), тако да се може говорити о више интереса:

- 1) интерес власника капитала,
- 2) интерес кредитора,
- 3) интерес запослених,
- 4) интерес директора (управе),
- 5) интерес самог друштва
- 6) интерес државе.<sup>67</sup>

Интереси наведених привредних субјеката, често су контрадикторни један у односу на други и увек динамични, што акционарско друштво чини конфликтним и нимало идиличним субјектом.<sup>68</sup> Сви ови интереси (ризичи) имају значајну улогу при доношењу одлука у акционарском друштву, као и у пословима које предузима друштво.<sup>69</sup> Управо због постојања ових различитих

---

<sup>66</sup> „Корпорација је приватна институција – води рачуна о интересима својих чланова – али и јавна институција која води рачуна о свом доприносу заједници као целини”. Вид. А. Corbett, *Corporate Social Responsibility – Do We Have Good Cause to be Sceptical About it?*, *Griffith Law Review*, 17: 1/2008, 418–419.

<sup>67</sup> Вид. В. R. Cheffins, *Company Law – Theory, Structure and Operation*, Oxford: Clarendon Press, 2004, 47-125; J. Hamers, K. Schwarz, B. Steins Bisschop, 300.

<sup>68</sup> „Елементи колективистичке свести и у друштвеном моралу, који није био потпуно уништен англосаксонским индивидуализмом, довели су до тога да се и у димензијама друштвене свакодневнице уважавају интереси других учесника.” S. Taboroši, 45.

<sup>69</sup> Корпорацијски закон Пенсилваније (1983) је први у САД који је прописао да одбор директора треба да, разматрајући најбоље интересе корпорације, разматра и дејство било које одлуке или радње на запослене, снабдеваче, потрошаче, локалне заједнице. Неки извори наводе да је и у САД у истој декади чак 29 држава усвојило сличну одредбу, а да и држава која није усвојила такву одредбу – Делавер, кроз судске одлуке даје директорима овлашћење да воде рачуна о дејству на друге носиоце конститутивних интереса корпорације који нису акционари. Вид. С. А. Harwell Wells, *The Cycles of CSR, An Historical Retrospective for the Twenty-first Century*, *Kansas Law Review*, 51/2002-2003, 127. У држави Охајо корпорацијским законом је прописано да директор мора имати на уму интересе „запослених, поверилаца и потрошача“, као и „привреде, државе и нације” и „дугорочне и краткорочне интересе корпорације, укључујући и могућности да ови интереси могу бити најбоље заштићени континуираном независношћу корпорације”. Вид. D. Branson, *Corporate Governance*, Washington DC 1993, 383; D. Block, N. Barton, S. Radin, *The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors*, I, II, New York: Aspen Law and

интереса, законодавац има посебну, нимало лаку улогу да компанијским и другим законима ове интересе максимално хармонизује и усклади.<sup>70</sup> Важно је да и судска пракса буде стабилна и предвидљива приликом решавања спорова који произилазе из сукобљености интереса поменутих група.

Неки од наведених интереса настају на основу уговора, као што је уговор о оснивању акционарског друштва, касније уговори са запосленима, повериоцима, потрошачима, добарвљачима итд. а други настају на основу закона и самом чињеницом регистрације, друштвена одговорност привредног друштва, интерес државе у социолошком смислу, локалне заједнице итд.

*Основ регулисања друштвене одговорности:*

Земље чланице Европске уније имају различит приступ законској регулативи концепта друштвене одговорности компанија. У сваком случају универзални тренд регулативе у ЕУ и другде је, да се и овај институт заснива пре свега на законским основама, нарочито у области обавезног дела који се односи на следеће:

- корпорацијско извештавање и
- дужности директора/управе и то фидуцијарне дужности рада у интересу привредног друштва где је ангажован, што готово сви закони европских земаља уређују на императивној основи.

У Француској се регулаторни оквир за примену система друштвене одговорности компаније, реализује кроз добровољне активности. Француски парламент, 2001. године усваја Закон о новој економској регулативи (*Nouvelles regulations économiques – NRE*), којим је уведена обавеза да компаније, чије се акције котирају на берзи, „у свом годишњем извештају наводе и податке,

---

Business, 1998<sup>5</sup>, 631-808; R. Hamilton, *The Law of Corporations*, Minnesota 1991, 317-318.

Правило да управа друштва мора извршавати своје дужности у „најбољем интересу друштва”, поштујући при томе интересе „акционара, улагача, запослених, поверилаца, потрошача и јавне интересе” јесте у неку руку, на општем плану (са специфичношћу и доминантношћу неког посебног интереса у појединим случајевима, попут интереса акционара код преузимања јавном понудом, на пример), универзално правило и прихваћено је и као генерални принцип Тринаесте директиве ЕУ о преузимању (*Directive 2004/25, OJ L 142/04*), члан 3 (1) (c).

И у Канади регулаторни оквир иде много даље у промовисању неакционарских интереса, него што је то случај у САД, где и даље и поред појединачних супротних примера доминира став о искључивости акционарског интереса (уговорна теорија корпорације). Вид. R. O. Kuras, *Corporate Social Responsibility: A Canada – US Comparative Analysis, Manitoba Law Journal*, 28: 303/2000-2002, 313-319.

<sup>70</sup> R. Dagneva, W. Simons, *Can the Stakeholder Paradigm Provide a Way Out of 'Vulture' Capitalism in Eastern Europe?*, International Conference on Corporate Governance and Company Law, Ohrid, 2000.



односно индикаторе о томе на који начин узимају у обзир последице које њихово пословање има на друштво и животну средину” (члан 116 НРЕ).

Уредбом Државног савета била је утврђена листа садржаја које извештај треба да обухвати, али није била прописана форма нити обим таквог извештавања. Нису биле предвиђене ни санкције за компаније које ову одредбу не буду спроводиле. Често се догађало да службе за комуникацију или маркетинг објављују о својој компанији фотографије или прилоге који нису представљали реалну слику концепта друштвене одговорности који се примењује у конкретной компанији. У току 2010. ова регулатива је измењена у члану 225-102-1 Трговачког законика, по којем су компаније дужне да извештавају и о ангажовању на плану одрживог развоја, борбе против дискриминације и промоције различитости.

Истовремено је проширен списак компанија на које се ова обавеза односи и утврђена шира листа индикатора (42) и информација које су компаније дужне да објављују. Извештаји морају бити транспарентни, поуздани, истинити и садржати минимум информација које норме прописују, чему доприноси и сертификација тих извештаја од стране „трећих независних„ лица и тела. Њом се утврђује да ли су обрађене све теме које су прописане законским или регулативним одредбама. Извештај је подељен у три категорије:

- 1) информације о социјалним питањима,
- 2) информације о животној средини и
- 3) информације о ангажовању у циљу остваривања одрживог развоја.

Исту обавезу имају и филијале страних компанија које послују на територији Француске и све компаније котиране на берзи, без обзира на обим промета и где им се налази седиште управе. Обавезне су и компаније које нису котиране, уз испуњавање два услова:

- ако запошљавају одређени број запослених, углавном више од 500 радника и
- уколико остварују промет већи од 100 милиона ЕУР, да објављују прописане информације за фискалну годину, дакле овај услов се односи на величину компаније.

У циљу контроле савесног пословања, верификација извештаја од стране трећих, независних лица, ће бити обавезна од фискалне 2016. године. Компанија је такође дужна да презентује извештај о својим предузетим активностима у циљу успешније примене концепта друштвене одговорности у Француској, у Европи и на међународном плану на захтев заинтересованих лица. Свакако, оваквим регулаторним оквиром је снажно подржана и примена међународних

стандарда и иницијатива које треба да подстакну бржу и ефикаснију примену овог концепта.<sup>71</sup>

Веома развијену легислативу по питању концепта друштвене одговорности компанија има Велика Британија, за разлику од САД, иако обе земље припадају англоамеричком правом систему. Влада Велике Британије, исказала је решеност да концепт друштвене одговорности добије значајније место у привредним и друштвеним токовима земље, схвативши предности наведеног концепта, иако је право Велике Британије увек било наклоњено транспарентности. Одредбе које се односе на ову тему стимулисане су у Цомпану Ацт-у који представља примарни извор компанијског права Велике Британије. Његови појединачни чланови постепено су имплементирани почев од јануара 2007. године, да би тек 1. октобра 2009. сви ступили на снагу и почели да се примењују. Компанијама је било потребно извесно време да се припреме да послују по новим правилима, као и за изразу и доношење великог броја подзаконских аката.

Нормативним оквиром прецизиране су основне дужности директора компанија, а до тада важећа *common law* правила произашла из судске праксе су замењена. Влада је имала намеру да подстакне компаније да свеобухватно и дугорочно прихвате концепт друштвене одговорности.

Дужност директора да унапређује успех компаније у корист свих њених чланова, односно конституената, прописана је чланом 172 ЦА, с тим да узима у обзир и следеће елементе:

- утицај пословања компаније на државу, друштво и животну средину,
- подизање репутације компаније на високи стандард пословног управљања,
- обавезу да делује савесно међу члановима компаније, фидуцијарна дужност директора,
- интенцију пословања компаније на дужи временски период,
- интересе запослених,
- добре односе са купцима, добављачима и другима итд.

Поменута листа елемената није коначна и може бити проширена. Многе групе су заузеле критички став према моделу примарне дужности директора да ради за „успех“ компаније (*enlightened shareholder value – ESV*) којим се евидентно даје предност акционарима, дакле само предност али не искључивост њихових интереса.

Влада Велике Британије је усвојила Упутство за примену члана 172. У јавности Велике Британије и окружењу преовладава оцена да је ово својеврсни

---

<sup>71</sup> Пре свега наведени су: UN Global Compact, ISO 26000, OECD принципи, GRI и EFFAS (European Federation of Financial Analysts Societies)

компромис између shareholder value и stakeholder value модела. Такође евидентна је тежња ка вишем стандарду друштвене одговорности компанија у одредбама члана 172 ЦА. Оне су дужне да на прописан начин информишу како реализују своје обавезе према стејкхолдерима.

Company Act (члан 417) прописује нову обавезу свим компанијама да уз Извештај директора прилажу у Business Review, који пружа додатне информације shareholder-има и помаже им да процене на који начин директор врши своје дужности прописане чланом 172 ЦА – да промовише успех компаније, што представља још једну врсту својеврсне контроле рада директора.

Наведени Преглед мора поред осталог, да обухвати:

- а) главне трендове и факторе који ће вероватно имати утицаја на будући развој, перформансе и пословну позицију компаније;
- б) информације о следећем:
  - 1) питањима животне средине, укључујући и утицај пословања компаније на животну средину,
  - 2) запосленима у компанији и
  - 3) социјалним и друштвеним питањима, укључујући и информације о политици компаније по тим питањима и њеној ефикасности и
- ц) информације о лицима са којима компанија има уговорне или друге аранжмане који су битни за пословање компаније. Уколико у Прегледу нису наведене све информације наведене под (б) и (ц) мора се навести која од њих недостаје.

У Чешкој Републици одлука по тим питањима законских одредби или упутстава за извештавање о друштвено одговорном пословању препуштена је диспозитивној одлуци самих компанија, које на добровољној бази извештавају о неким својим активностима, о питањима која се тичу животне средине и запослених, али такве информације по правилу имају маркетиншки карактер а не обавезујући.<sup>72</sup>

Швајцарска нема унифицирану регулативу по питању концепта друштвене одговорности компанија. Code des Obligations (CO) не прописује обавезу директора да води рачуна о последицама пословања компаније на интересе стејкхолдера. Чланом 754 ЦО прописано је да је директор дужан да поступа у интересу компаније у првом реду, а затим у интересу shareholders-а и кредитора, а члан 717 га обавезује да shareholders-а једнако третира.

Нормативним актима Владе Словеније регулисано је и извештавање компанија о активностима у области друштвене одговорности компанија.<sup>73</sup> Словенија је

---

<sup>72</sup> Више: [http://www.europeanlawyer.co.uk/referencebooks\\_8\\_36.html](http://www.europeanlawyer.co.uk/referencebooks_8_36.html)

<sup>73</sup> Вид.: J. Zrilić, CSR in Slovenia, European Company Law, 8, 2011 – доступно на: <http://ssrn.com/abstract=1774757>

прва земља на Балкану које је прихватила нормирање друштвене одговорности компанија актима државе. У том смислу су унете извесне одредбе у Companies Act (CA) по угледу на ЕУ Директиву 2003/51/ЕЦ, која даје препоруке и смернице, како уредити ову област. Тако је на пример, чланом 60 ЦА предвиђено да годишњи извештај компаније треба да садржи и Business Review израђен у сагласности са чланом 70 ЦА.<sup>74</sup>

Чланом 70 ЦА прописан је садржај овог Прегледа, где се у тачки 1 овог члана наводи да је потребно унети опис значајних ризика и неизвесности којима је компанија изложена у току пословања. У тачки 2, наведено је да, поред више поменутих индикатора и фактора, треба укључити и информације које се односе на заштиту животне средине и запослених. Није понуђено никакво упутство како би требало да се извештава о питањима друштвене одговорности у извештајима компанија, што ће вероватно бити питање уређивања праксе.

У погледу закона Републике Србије, потребно је поменути да компанијска регулатива прати развој регулативе у релевантним европским земљама на плану одговорности лица која имају „посебне дужности у друштву” (надзорни одбори, извршни одбори директора, директори, у зависности о избора за састав органа и други). Прописана је и њихова обавеза „да у том својству извршавају своје послове савесно и поштено и да делују у најбољем интересу друштва”.<sup>75</sup> Код остале регулативе, посебно индиректне, која регулише обавезу подношења извештаја о тзв. нефинансијским питањима (где у сваком случају спадају и извештаји о етичким, социјалним и еколошким аспектима понашања компаније), ситуација је сасвим другачија – таква обавеза за сада није прописана и тиме је у још увек на терену добровољности.

*Основ друштвене одговорности компаније:*

Друштвено одговорно пословање компанија базира се на три основа:

- успешно, дуго и профитабилно пословати,
- бити етичан и
- друштвено одговоран<sup>76</sup>.

Поставља се питање зашто треба бити друштвено одговоран? У прилог концепта друштвене одговорности указују и разлози етике и разлози маркетинга, али због тога што оба имају свој економски израз у повећању

---

<sup>74</sup> Чланови 60 и 70 у Анексу број XX – доступно на: [http://www.mg.gov.si/fileadmin/mg.gov.si/pageuploads/predpisi/ZGD-1 превод\\_AN.pdf](http://www.mg.gov.si/fileadmin/mg.gov.si/pageuploads/predpisi/ZGD-1 превод_AN.pdf)

<sup>75</sup> ЗОПД (2011), чл. 63, ст. 1.

<sup>76</sup> Lj. Rajnović, (2014) *Korporativno upravljanje u Republici Srbiji – uporedno pravni aspekti*, Doktorska teza, Fakultet za preduzetnički biznis, Univerzitet Union Nikola Tesla.

профита.<sup>77</sup> Сматра се да је реч о својеврсној инвестицији, тзв. друштвено одговорном инвестирању, а не трошку<sup>78</sup> тако да се има утисак да и као такви они нису довољни. Реч је, наиме, о стварном услову без кога нема одрживог развоја<sup>79</sup> компанија на дуги рок, као ни развоја и стабилности друштва и сваке појединачне државе у целини.

У пословној јавности егзистира неколико важних принципа који одликују Европски концепт друштвено одговорног пословања компанија, као добар пример и као политика пословања:

- самостално одлучивање компања о прихватању или неприхватању система друштвено одговорног пословања,
- активна улога државе у промовисању система друштвене одговорности компанија који има позитивне економске ефекте,
- имплементација кључних начела система друштвене одговорности компанија утврђених у прихваћеним међународним документима и
- примена начела супсидијарности – у развоју система друштвене одговорности компанија имају одређене улоге и државе чланице, и компаније, и органи европских интеграција.

Истовремено и поред наведеног, Европска комисија сматра да је за систем друштвене одговорности компаније посебно важно<sup>80</sup>:

- афирмација сазнања о позитивном утицају друштвено одговорног пословања на компаније и друштво у целини, како у Европској Унији, тако и у свету, посебно у земљама у развоју,
- омогућавање размене искустава и добре праксе између компанија,
- промовисање развоја менаџерских вештина,
- јачање примене друштвено одговорног пословања међу малим и средњим компанијама,
- промовисање метода и праксе конвергенције и транспарентности друштвено одговорног пословања,

---

<sup>77</sup> Ипак, „нема основа за тврдњу како постоји до краја изведен и емпиријским показатељима доказан став да друштвено одговорно понашање компанија неминовно води повећању њиховог профита”. Тако: V. Savković, *Društvena odgovornost kompanija – od moralne do pravne obaveze*, *Pravni život*, 12/2009, 430.

<sup>78</sup> Вид. V. Besmer, *The Legal Character of Private Codes of Conduct: More than Just a Pseudo-Formal Gloss on Corporate Social Responsibility*, *Hasting Business Law Journal*, 2/2006, 290-292.

<sup>79</sup> „Ако одрживи развој треба да се достигне, онда друштвена одговорност мора бити прихваћена од стране компанија. На дуги рок компаније могу имати користи од друштвене одговорности јер она игра директну улогу у обезбеђивању одрживог развоја“. Вид. K. K. Herrmann, 210. „Појам одрживи развој шири је од појма друштвене одговорности корпорација”. Вид. A. Vives, 201.

<sup>80</sup> COM (2002) 347 final, 8.

- покретање мултистејкхолдер форума на ниво ЕУ и
- интегрисање принципа друштвено одговорног пословања у политички контекст Европске уније.<sup>81</sup>

Велика Британија је прва земља у оквиру Европске уније која је увела функцију министра за друштвено одговорно пословање. Данска влада је развила друштвени индекс за мерење степена посвећености компаније друштвеној одговорности. Европски парламент се залаже за установљење европских механизма извршења правила друштвене одговорности компанија и препоручује Комисији ЕУ да размотри предности законски обавезујућих стандарда на добровољним принципима примене друштвено одговорног пословања.<sup>82</sup>

Република Србија на формалном плану не заостаје много. Влада Србије донела је Акциони план за период од 2011. до 2013. године, којим планом је утврдила мере и активности за спровођење донете Стратегије развоја и промоције друштвеног одговорног пословања у Србији. Њиме се предвиђа да надлежна министарства установе заједничко тело за ове активности, на челу с Министарством рада и социјалне политике у сваком случају уз одговарајућу улогу и Министарства економије, министарства надлежног за регионални развој, привредних комора и других министарстава). Допринос овом циљу очекује се и од Националне стратегије одрживог развоја Републике Србије за период 2009–2017. година,<sup>83</sup> која је припремљена с намером спровођења у предвиђеном периоду.

Систем друштвене одговорности компанија у Европске уније данас је интегрисан на следеће:

- заштита животне средине и одрживог развоја, на пример, унапређење стандарда емисије штетних гасова у коришћењу аутомобила прописивањем обавезности еколошки прихватљивог горива,
- заштите права рада, елиминисање свих форми принудног рада, укидање рада деце, подстицање образовања за рад, елиминисање дискриминације при запошљавању, поштовање прописа заштите здравља и сигурности,
- заштите потрошача,
- друштвених питања и запошљавања,
- јавних набавки,
- политику људских права, где је посебно отворено питање да ли зависно друштво основано у другој земљи треба да поштује стандарде ових права

---

<sup>81</sup> Угледни часопис *Fortune* редовно објављује ранг листу највећих светских компанија према критеријумима одговорног пословања у пракси.

<sup>82</sup> Вид. Р. А. Davidsson, *Legal Enforcement of Corporate Social Responsibility within the EU*, *Columbia Law Journal of European Law*, 8/2002, 541-542.

<sup>83</sup> Службени гласник РС, бр. 57/2008.

који постоје у држави свог седишта или такве стандарде државе контролног друштва као оснивача и

- спољне односе и политику компанија према унутрашњим и спољним носиоцима интереса.<sup>84</sup>

Наведеним је углавном успостављен релевантни законски оквир, како на националном тако и на ширем плану, као и релевантни инфраструктурни оквир.

*Питање правне природе појма друштвена одговорности компаније:*

Разматрање питања самог појма друштвене одговорности компанија који се на неки начин сматра феноменом моралног капитализма, може ли се рећи да је друштвено одговорна компанија она, која поштује важеће право не само земље националности и земље седишта управе, већ места где год да послује и на њему засноване захтеве државних органа?

Један од модела, либерални модел даје потврдан одговор на то питање. Правно је одговорна она компанија која поштује легитиман национални правни поредак, укључујући и стандарде људских права у земљи обављања делатности (без обзира на више стандарде људских права у земљи седишта компаније: на пример, запошљавање жена у муслиманским земљама). Обавеза поступања компаније по вишим стандардима људских права је морална, а не и правно обавезујућа. „Локално законодавство одређује отуда доњи праг, минимум обавеза компаније, а њихов реални домет изнад тог прага одређен је искључиво моралним захтевима.”<sup>85</sup> Закључак ових аутора јесте да је „друштвена одговорност компанија превентивно морални захтев који друштво поставља компанијама као корелат уз два захтева са којима су оне већ суочене: економски (профит) и правни”, с тим да ови „социјални, тј. непрофитни ефекти компаније постају значајан критеријум за оцењивање њене успешности”.<sup>86</sup>

Овакав закључак проистиче из чињенице да „друштвена одговорност компаније нигде није прописана као правна обавеза”,<sup>87</sup> а у нормативни терен за сада је ушла углавном преко декларација и резолуција, које ипак не стварају правну обавезу већ имају диспозитивни карактер, иако имају одређену моралну тежину, нарочито уколико коинцидирају са економском сврхом компаније, профитом.

Уосталом, сматра се да да би компанија могла да врши друштвени утицај на средину, што је суштина захтева за друштвену одговорност компаније, она мора да буде економски успешна што значи да и непрофитабилно улагање мора на тај

---

<sup>84</sup> Више: I. Bantekas, 327-335.

<sup>85</sup> S. Taboroši, 50.

<sup>86</sup> Ibid.

<sup>87</sup> Неки аутори се питају: ако су правила друштвене одговорности компања „правно необавезујућа”, да ли то истовремено значи да су и „правно ирелевантна”. Вид. J. Hamers, K. Schwarz, B. Steins Bisschop, 304.

начин да буде профитабилно.<sup>88</sup> У пракси се поставља се питање принудне извршивости тих правила. Неки аутори с правом закључују да и тада та правила могу бити принудно извршива ако се заснивају на опште прихваћеним нормама и вредностима, ради се о општим правним стандардима, попут „разумности и поштења”, „савесности и поштења”, „добре вере“, што са своје стране конституише основу за њихову квалификацију као „правно обавезујућих”.<sup>89</sup>

Правна необавезност правила друштвено одговорног пословања компанија начело је и Зелене књиге Европске комисије за ниво ЕУ. Ипак, тржишни и социјални притисци по правилу су исходили да примена ових правила буде фактички обавезна јер би у противном била нарушена репутација компаније.<sup>90</sup> Индиректна законска регулатива, врши снажан утицај на фактичко претварање принципа добровољности примене правила друштвене одговорности компанија у принцип обавезности примене. На овај начин систем друштвене одговорности компанија се тржишним и социјалним притисцима на једној страни, као и индиректном законском регулативном чини посредно и обавезујућим за компаније.

Постоји много аргумената који су против законски обавезујућих стандарда примене правила друштвене одговорности компанија, као што су и бројни аргументи у корист правно обавезујућих стандарда примене ових правила.<sup>91</sup> Прва су правила форме „добре праксе” дакле, правило добровољности примене правила друштвене одговорности компанија пореде се са правилима о људским правима, нека остају као пукe декларације без икаквог правног ефекта у пракси, друга су гарантована националним или међународним правилима и извршива су пред националним или међународним судовима. У прилог других, дакле обавезујућих стандарда примене правила друштвене одговорности компанија, говоре разлози ефикасности правила који су се показали у пракси.

---

<sup>88</sup> „Друштвена одговорност компанија у директној је функцији њене профитне оријентације”, те је тиме „доказивао да је од интереса за компаније да поштују друштвену одговорност”. Вид. J. Hamers, K. Schwarz, B. Steins Bisschop, 299 и 306. „Корпоративна друштвена одговорност може бити од директне економске користи и треба да се третира као инвестиција, а не трошак“. Вид. K. K. Herrmann, 223.

<sup>89</sup> Више: J. Hamers, K. Schwarz, B. Steins Bisschop, 307-308.

<sup>90</sup> Неки с правом истичу да правила друштвене одговорности компанија имају за сврху корекцију тржишних недостатака и тиме активнију улогу државе у регулацији економије, па и приватне, чиме се превазилази логика економске ортодоксности присталица либералне и неолибералне економије (пример Бопал – Индија, који је имао за последицу ненадокнадиво уништење животне средине због слабости прописа о улагању у заштиту у случају опасне делатности), те се на тој основи и критикује принцип њихове добровољности, јер то даје слабе резултате посебно на плану заштите животне средине, права рада и људских права уопште (основни недостатак добровољности је немогућност принудног извршења и непостојање ризика санкција). Вид. Th. F. McInerney, Putting Regulation Before Responsibility: Towards Binding Norms of Corporate Social Responsibility, *Cornell International Law Journal*, 40/2007, 183-184.

<sup>91</sup> Више: P.A. Davidsson, 542-551.



Флексибилност ових правила не треба схватити као аргумент против обавезних законских правила, већ као аргумент против претеране регулације тих правила. На овај начин долази се до закључка да добровољност или обавезност примене правила друштвене одговорности компанија нису међусобно супротстављене, већ у великој мери комплементарне.<sup>92</sup> Регулаторни оквир у смислу обавезности ових правила је нужан за успостављање базичних стандарда за све компаније, нужан је и за контролне механизме и за обезбеђење правних лекова за примену и извршење прописаних стандарда.

Правила друштвене одговорности компанија су еволутивна и могу се посматрати само у развоју. С правом се сматра да је извештавање јавности, пре свега јавно мњење а затим и активности потрошача, најефикаснији и принудни механизам за компаније подвргнуте добровољним кодексима понашања на овом плану, као што је с друге стране право најчешће најефикаснији метод за примену и увођење нових стандарда политике друштвено одговорног пословања компанија.<sup>93</sup>

Уколико се правно призна стакхолдерс концепт као систем вишеслојности конститутивних интереса акционарског друштва или систем једнослојности интереса самог акционарског друштва као правног лица, као својеврсне синтезе других појединачних конститутивних интереса, које су раније поменуте, признатих већ у систему stakeholders концепта, схватање да друштвена одговорност компанија није призната као правна обавеза и да има „само одређену моралну тежину” ипак не стоји.

Одређеност права према неким релевантним појединачним интересима (интерес поверилаца, интерес управе – менаџера) је у највећој мери директна и несумњива, тако да је одређена друштвена одговорност компаније у ужем смислу недвосмислено и правна (не само морална). Исти је случај и код „интереса акционарског друштва” као синтезе других појединачних интереса или као својеврсног *sui generis* интереса. С друге стране, одређеност права према другим релевантним појединачним интересима (интерес запослених, интерес потрошача и интерес државе или социолошког друштва и интерес локалне заједнице) у великој мери је имперфектна.

Може се рећи да је друштвена одговорност компаније у ширем смислу у доброј мери ванправна или морална. Међутим, ако се не признаје stakeholders concept већ shareholders concept, постојање само једног легитимног интереса везаног за акционарско друштво, одговорност компаније према овом интересу јесте правно јасно омеђен. Овај се концепт не може подвести под појам друштвене одговорности компаније у ужем смислу.

---

<sup>92</sup> Тако и: V. Savković, 432.

<sup>93</sup> Вид. R. A. Davidsson, 554-555.

Коначно, злоупотребе слободе уговарања које угрожавају феномен јавног поретка, феномен финансијске кризе, потребе заштите животне средине, разлози безбедности, социјални потреси, берзански потреси са тектонским премешајима на финансијском тржишту и системска ограничења филозофије либералне привреде без одговарајуће регулаторне, интервенцијске и развојне улоге државе,<sup>94</sup> учиниће да и капитализам све више испољи своју моралну страну („морални капитализам” – државни капитализам уместо либералног, акционарског или менаџерског). Тако ће и феномен друштвене одговорности компаније у ширем смислу одговарајућим регулаторним и надзорним интервенцијама државе постајати све више правни, уместо само морални. Из свега наведеног може се закључити да је систем друштвене одговорности компанија и практично правна тема има своја два вида:

- Унутрашњи вид одговорност према запосленима, акционарима, повериоцима, управи, клијентима) и
- Спољашњи вид, што подразумева одговорност према друштвеној заједници као целини и локалној заједници у смислу утицаја на друштвене токове: поштовање људских права, заштита животне околине итд.

Још увек се поставља питање оправданости овог система, као идеје и праксе. Ово је посебно случај са спољашњим аспектом овог система, док је његов унутрашњи аспект углавном већ опште прихваћен и то у доброј мери на обавезној основи, а у мањем делу на добровољној основи, која и сама логиком тржишног притиска и посредне регулативе у све већој мери постаје фактички и обавезана.

Са спољашњим аспектом система друштвене одговорности компанија је обрнута ситуација. Спољашњи аспект је у мањем делу на терену обавезности, а у већем делу на терену добровољности и тиме принудне неизвршивости, што представља природну облигацију компаније.

Велики берзански скандали крајем двадесетог века и почетком овог века померили су још више тежиште система друштвене одговорности компанија са терена добровољности на терен обавезности, како у унутрашњем аспекту тако и у спољашњем аспекту овог система, што се могло и очекивати. Друштвена одговорност компанија која је прво настала као политичка декларација, након тога је попримала све више моралне изразе а делом и правне, прерасла је у значајан правни институт базиран све више на законском империјуму, а све мање на моралу.

---

<sup>94</sup> Феномен светске финансијске кризе управо је последица тог системског недостатка таквог концепта привреде и не може се, како се то покушава чинити, објаснити „похлепом брокера и банкара као мангупа у редовима либералне економије”, као што и марксизам није пао „због мангупа у његовим редовима”, већ због системског дефекта.

У сегменту у коме друштвена одговорност компанија остаје у зони добровољности у виду препорука, резолуција и других видова „меког права”, системом разних подстицаја друштвено одговорног пословања компанија, креираним од стране државе или локалне заједнице, ова зона се претвара у зону обавезности, морална основа примене прераста у правну основу, и без формалне правне обавезности. Остаје да се види да ли је овај пут исправан. У сваком случају императивност, формална или фактичка, није пожељна као монопол с обзиром на то да спутава потребну флексибилност и иницијативност самих компанија. „Фино” преплитање обавезности и добровољности у развоју и примени стандарда друштвено одговорног пословања компанија свакако је препоручљивији пут од монополског пута формалне и фактичке обавезности таквих стандарда.

## **6. Решавање интереса власника капитала и других конституената**

Приликом разматрања питања да ли акционарско друштво припада искључиво или првенствено акционарима или и носиоцима других интереса, сматрамо да је погрешно кренути од премисе да треба сагледати само регулативу. Компанијским законима регулисана су статусна питања трговачких, привредних друштава, као и питања права и обавеза њихових власника и тиме и позиције капитала. Међутим, ако се жели сагледати позиција било ког правног института, па и института припадности акционарског друштва, правни систем треба посматрати само у својој целовитости и кохерентности. Да би се дошло до одговора на ово питање, требало би сагледати позицију запослених, поверилаца, као и потрошача.

Каква је позиција рада и запослених? Уколико се компанијски закони баве само позицијом капитала, то без сумње води закључку да интересна позиција запослених, као и радноправна или друга уговорна позиција управе, није релевантна за одговор на питање припадности акционарског друштва. Ту су, међутим, прописи који се баве само позицијом рада и тиме запослених, а који њихову интересну позицију, са дефинисаним правима и дужностима, било по основу рада и уговора о раду и/или услугама, или по основу на други начин установљених права: партиципација или саодлучивање у управљању, учешће у добити друштва по основу рада, колективни уговори, репрезентативни синдикати, удружења послодаваца, доприноси за социјално и пензијско осигурање и слично), промовишу као посебну.

Такође, поставља се питање позиције кредитора, поверилаца)? Ако се њихова позиција тражи у компанијском праву, као и код запослених, налазимо се на погрешном трагу, с обзиром на то да закони који се баве капиталом немају посебне потребе да појачавају институте заштите интереса поверилаца, где уговорно право има своју улогу и примат. Ако ово, међутим води закључку да

акционарско друштво не припада и повериоцима (кредиторима), какав став је присутан у делу правне теорије, онда постоји иста логичка грешка као и кад је реч о позицији рада и запослених. С друге стране, ни статусни компанијски закони не негирају у целисти позицију поверилаца, тако да у низу случајева креирају допунске институте заштите поверилаца кроз институте који су везани за капитал компаније, фидуцијарну дужност власника капитала и менаџмента и свакако норме које уређују унутрашњи и спољашњи надзор над радом компаније.

Мада многи институти облигационог права пружају заштиту повериоцима, статусни компанијски закони ипак предвиђају допунске институте заштите поверилаца кроз институте који су везани за капитал (основни капитал, одржање вредности основног капитала, смањење основног капитала повлачењем и поништајем акција, кредит или зајам уместо капитала, транспарентност пословања, ограничења плаћања и заштита права несагласних акционара у функцији солвентности, солвентност, ликвидност и презадуженост, резидуална позиција акционара у поступку ликвидације, стечаја и слично). Кад се овом додају бројни институти уговорног права који штите позицију поверилаца, онда је легитимност интереса поверилаца (кредитора и других) у припадности акционарског друштва недвосмислена.

Каква је позиција потрошача и корисника услуга и произода друштва? Иако њихова позиција није регулисана у компанијском праву и законима који чине суштину његове материје, то не значи да акционарско друштво не припада њима и да они немају интегративну позицију у том друштву, са становишта и припадајућих права и припадајућих обавеза управе. Право које штити интересе потрошача, све више афирмише овај интерес и ствара институте за његову заштиту, чиме се интерес потрошача све више интегрише у целовито биће акционарског друштва и његових органа, нарочито са становишта дужности управе компаније.

Коначно, поставља се питање где је позиција државе и друштва? Држава је и у смислу припадности акционарског друштва интегрисана интересно у његову позицију, почев од момента оснивања, односно почетка обављања делатности, попут релевантне интегрисаности запослених и управе, поверилаца (кредитора и других), потрошача и корисника услуга и производа, што са своје стране претпоставља и њене дужности, али и дужности управе тог друштва.

#### *Интерес правног лица и фидуцијарна дужност:*

Што се тиче института фидуцијарне дужности, постоје различита схватања у теорији. Наиме, развој института фидуцијарне дужности чланова одбора директора, управног одбора и других облика управе у друштву, водио је ка успостављању система савесног деловања „у најбољем интересу компаније”

који неки теоретичари идентификују са интересом акционара у целини — равноправност акционара исте класе, осим у случају њихове супротне воље)”.<sup>95</sup> То значи да директори не смеју, вршећи своје дужности, ставити себе у позицију сукоба између њихових дужности према компанији и њихових личних интереса. Према дугој традицији, фидуцијарна дужност се дугује компанији,<sup>96</sup> а не индивидуалним акционарима, мада се у неким недавним судским одлукама и ставовима теорије доводи у питање овај став.<sup>97</sup>

У САД, развоју правила о фидуцијарној дужности, допринела је активност суда - Delaware's Court of Chancery. Као опште правило, фидуцијарна дужност иде даље од поштења и савесности. Судови и правни писци сматрају да директори треба да дају примат својим дужностима према компанији које увек морају да буду изнад њихових личних интереса. Ипак, нема сагласности о томе да ли се фидуцијарна дужност дугује само према корпорацији. У неким случајевима, судови признају фидуцијарни однос између директора и индивидуалних акционара. У енглеској судској пракси сматра се да је члан борда директора (управни одбор) у фидуцијарној дужности према компанији само кад одлучује и делује у том својству, али не и кад у скупштини гласа у својству акционара.<sup>98</sup> Интересантан је и став да члан борда директора није у фидуцијарној дужности према појединим акционарима, већ према компанији.<sup>99</sup> Ипак, чланови борда директора могу бити и у фидуцијарној дужности према акционарима појединачно, али само као њихови агенти.<sup>100</sup> Иако је реч о правним стандардима англосаксонске правне теорије и праксе, почело је и њихово постепено увођење у и у континентални правни систем, укључујући и систем Србије.

Институт фидуцијарне дужности директора, из англосаксонског права, преузима се путем „правне трансплатације”<sup>101</sup> и у континентално право, где се у компанијским законима или судским случајевима све већег броја земаља говори о „дужности рада (директора) у интересу друштва”. Тако је у Француској,

---

<sup>95</sup> О томе шта је интерес друштва (компаније) види: Domilique Schmidt, *Les conflits d'interets dans la societe anonyme*, Paris 1999, 7-25.

<sup>96</sup> Andrew Hicks, S. N. Goo, *Company Law*, Oxford 2004, 310-325; Eilis Ferran, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford 1999, 154-170.

<sup>97</sup> Holger Fleischer, *The Responsibility of the Management and of the Board and Its Enforcement*, (eds. Guido Ferrarili et al.), *Reforming Company Law in Europe*, Oxford 2004, 373-375. С друге стране, неки аутори ипак говоре о растућој судској пракси америчких судова о неакционарској фидуцијарној дужности директора и порасту статуса „корпорацијских конституената”. Вид. J. Choper, J. Coffee, R. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, New York, 2000, 35-54.

<sup>98</sup> Case: Northern Counties Securities Ltd. v. Jackson & Steeple Ltd-Chancery division, у: L. Sealy, *Cases and Materials in Company Law*, London 1992, 174-176.

<sup>99</sup> Case: Percival v. Wright - Chancery Division, у: L. Sealy, 249-250

<sup>100</sup> Case: Alen v. Hyatt - Privy Council, у: L. Sealy, 250-251

<sup>101</sup> Вид. А. Votson, *Pravni transplanti-pristup uporednom pravu*, Beograd 2000.

Касациони суд изричито признао фидуцијарну дужност директора према компанији.<sup>102</sup>

У француској судској пракси је било случајева где су судови заузимали став, да непоступање „у интересу друштва“, од стране органа друштва (укључујући и скупштину) може да буде оквалификовано као „злоупотреба права већине“, (нпр. дугогодишње одбијање доношења одлуке о расподели дивиденди - што може бити основ за судско именовање привременог заступника друштва или експерта мањине за истраживање неких пословних одлука друштва), или „злоупотреба права мањине“ (на пример, одбијање мањине да гласа за повећање основног капитала а то је интерес друштва) или, најзад, „злоупотреба једнакости“ (дугогодишње одбијање измене статута од стране једног блока, што је интерес друштва – ако су гласачка права подељена у два једнака блока).<sup>103</sup>

У Немачкој, Закон о акционарским друштвима, за сада говори само о фидуцијарној дужности директора једино према компанији.<sup>104</sup> Тако и британски Компанијски закон,<sup>105</sup> као и швајцарски Законик о облигацијама.<sup>106</sup> правни писци скоро једногласно карактеришу позицију директора фидуцијарном, с тим што се наглашава да „фидуцијарна дужност“, тражи јаче стандарде примене од опште обавезе која произилази из начела савесности и поштења.<sup>107</sup> И Закон о привредним друштвима Републике Србије из 2011. године „трансплантира“ институт „фидуцијарне дужности“ директора према компанији (и других лица која су дужна да раде „у интересу привредног друштва“).<sup>108</sup>

Према ставу либералног модела, друштвено одговорна компанија је она која је правно одговорна, компанија која поштује важеће право и на њему засноване захтеве државних органа. Правно је одговорна компанија која поштује легитиман национални правни поредак укључујући поштовање људских права у земљи обављања делатности. Иако у земљи порекла могу постојати виши стандарди људских права, обавеза компаније да поступа по њима је само

---

<sup>102</sup> У једном случају, председник отвореног некотираног акционарског друштва купио је акције од акционара за 3.000 франака сваку, а затим их после неколико дана продао по 8.800 франака. Трговачки суд је сматрао да је председник, тиме што није открио праву цену акција другим акционарима, повредио дужност лојалности коју директор дугује сваком индивидуалном акционару. У другом случају, директор је дао оставку у ранијој компанији и основао је нову, с тим да је убедио кључне запослене из раније компаније да пређу на рад у нову. За разлику од Апелационог суда, Касациони суд је одобрио накнаду штете ранијој компанији тужиоцу, заснивајући своју теорију на повреди од стране директора дужности лојалности према ранијој компанији. Вид. N. Fleischer, 377.

<sup>103</sup> Вид. Dominique Vidal, *Grands arrêts du droit des affaires*, Paris 1992, 428-440.

<sup>104</sup> *Aktiengesetz* (1965), par. 90.

<sup>105</sup> *The Companies Act* (2006), sec. 170

<sup>106</sup> *Code des obligations* (1911, etat le 1.er janvier 2008), art. 717

<sup>107</sup> Вид. N. Fleischer, 378-379.

<sup>108</sup> ZOPD (Službeni glasnik RS, 125/2004), čl. 31-33; ZOPD 2011

морална, а не правна обавеза. Тако, „локално законодавство одређује отуда доњи праг обавеза компаније, а њихов реални домет изнад тог прага одређен је искључиво моралним захтевима.“<sup>109</sup>

Због свега наведеног, оправдан је закључак ових аутора да је „друштвена одговорност компанија првенствено морални захтев који друштво поставља компанијама као корелат уз два захтева са којима су оне већ суочене: економским (профит) и правним, с тим да ови „социјални, тј. непрофитни ефекти компаније постају значајан критеријум за оцењивање њене успешности.“<sup>110</sup> Овакав закључак проистиче из чињенице да друштвена одговорност компаније нигде није прописана као правна обавеза, а у нормативни терен за сада је ушла преко декларација и резолуција, које ипак не стварају правну обавезу, иако имају одређену моралну тежину,<sup>111</sup> посебно ако коинцидирају с економском сврхом компаније (профит).

Поштовање моралних стандарда у пословном одлучивању одбора директора постаје све универзалније. У складу са тим, друштвена одговорност компаније није, ипак, одређена само правним стандардима, већ и моралним. Отуда, питање има ли места моралним консидерацијама у пословању компанијама није без значаја, јер се све више сматра да поштовање стандарда пословне етике, дугорочно, доноси компанији више профита.<sup>112</sup> Морални стандарди су објективни и логички доказиви, ништа мање непрецизнији него у другим делатностима на које се такође примењују (политика, спорт и слично).

У теорији се често расправља око питања да ли је примарна дужност одбора директора да максимира профит компаније, аргумент против примене моралних стандарда у управљању компанијама и тиме против теорије друштвене одговорности компаније. Преовлађује став да обавеза максимирања профита не може имати приоритет у односу на обавезу уздржавања од наношења штете другима, као и од повреде других високих моралних пословних стандарда, који све више прерастају и у правне стандарде, најпре преко тзв. „меког“ права а затим и преко „тврдог“.

Уврежено је мишљење да костур моралних принципа у бизнису чине следећи принципи:

- не убиј или на други начин не повреди физички интегритет других,
- не укради имовину других,
- не лажи, што укључује одржавање обећања и

---

<sup>110</sup> S. Taboroši, 50.

<sup>111</sup> „Одбор треба да примени високе моралне стандарде. Треба да узме у обзир интересе свих заинтересованих страна”. Вид. *Principi korporativnog upravljanja OECD-A*, 2004, br. VI/B.

<sup>112</sup> Вид. J. du Plessis, J. McConvill, M. Bagarić, 344–345.

---

- помози другима у озбиљним неприликама. Помоћ им може много значити без или са мало властитих неугодности, дужност добротинства што чини одлуке максиме позитивне дужности према другима.

Поменуте прве три дужности нису спорне јер су и у зони правне одговорности, последња дужност је врло контроверзна и значи много више од саме обавезе потчињавања законским прописима.





## IV. УТИЦАЈ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА НА ПОСЛОВАЊЕ КОМПАНИЈА

### 1. Утицај корпоративног управљања на пословање компанија

У теорији се сматра и истиче да добро корпоративно управљање има вишеструки значај. На нивоу самог привредног друштва, добро корпоративно управљање у првом реду доноси, по правилу, лакши и повољнији приступ новом капиталу, што дугорочно води ка већој конкурентности друштва. Примена највиших стандарда управљања смањује многе ризике својствене улагању у друштво. Друштвима која активно промовишу снажну праксу корпоративног управљања потребни су појединци који су спремни и способни да осмисле и примене добру политику корпоративног управљања. Ова друштва ће ценити и награђивати своје запослене више него њихови конкуренти који нису свесни користи од овакве политике и праксе или је игноришу. Таква друштва обично привлаче више инвеститора спремних да обезбеде капитал по нижој цени. У општијем смислу, друштва којима се добро управља више доприносе националној привреди и друштвеној заједници. Она почивају на здравим темељима и у стању су да омогуће већу добит акционарима и запосленима, те да јачају поверење инвеститора у тржиште капитала.

Неки од елемената или нивоа и конкретних користи од доброг управљања приказани су на Слици 8.

Четири нивоа корпоративног управљања		Потенцијалне користи
<p>Ниво 4: Вођство у корпоративном управљању</p> <p>Ниво 3: Напредни систем корпоративног управљања</p> <p>Ниво 2: Праве се почетни кораци да се унапреди корпоративно управљање</p> <p>Ниво 1: Усклађеност с правним и регулаторним условима</p>	⇒	<p>Побољшана оперативна ефикасност</p> <p>Приступ тржиштима капитала</p> <p>Нижа цена капитала</p> <p>Боља репутација друштва, његових чланова управног одбора и руководиоца</p>

Слика 8. Нивои и потенцијалне користи од доброг корпоративног управљања  
Извор: IFC, март 2004.

Постоји неколико начина на које добро корпоративно управљање може да побољша учинак и оперативну ефикасност, као што је илустровано на Слици 9.

Бољи надзор и одговорност	➔	Повећава оперативну ефикасност и стимулише учинак
Побољшано одлучивање		
Боља усклађеност и мање сукоба		

Слика 9. Начини на који се постижу бољи учинак и већа ефикасност  
Извор: IFC, март 2004.

Међународна финансијска корпорација у свом приручнику истиче следеће бенефите од доброг корпоративног управљања. Добро корпоративно управљање доприноси одрживом економском развоју тако што 1) побољшава пословне резултате компанија и њихову оперативну ефикасност, 2) побољшава приступ тржиштима капитала, 3) умањује трошкове компанија у смислу прибављања капитала и подиже вредност имовине, и 4) доприноси бољој репутацији компаније.<sup>113</sup>

Побољшање праксе управљања у друштву доводи до побољшања система одговорности, а тиме се смањује ризик да запослени у привредном друштву изврше превару или да послују у сопствену корист. Одговорно понашање, заједно с делотворним управљањем ризицима и интерним контролама, може да препозна потенцијалне проблеме пре но што дође до озбиљније кризе, што ствара повољне услове за одржавање дугорочног развоја акционарског друштва. Поштовање стандарда доброг корпоративног управљања помаже и у побољшању процеса одлучивања. На пример, руководиоци, директори и акционари вероватно ће брже доносити добре одлуке, уз бољу обавештеност, када им структура управљања друштвом омогућава да јасно разумеју своје улоге и обавезе, и када су процеси комуникације регулисани на делотворан начин. Ово, са своје стране, треба да знатно повећава ефикасност финансијских и пословних активности друштва на свим нивоима. Квалитетно корпоративно управљање рационализује све пословне процесе друштва, што доводи до успешнијег пословања и нижих трошкова капитала, а то, заузврат, доприноси расту продаје и добити уз истовремено смањење трошкова и обавеза.

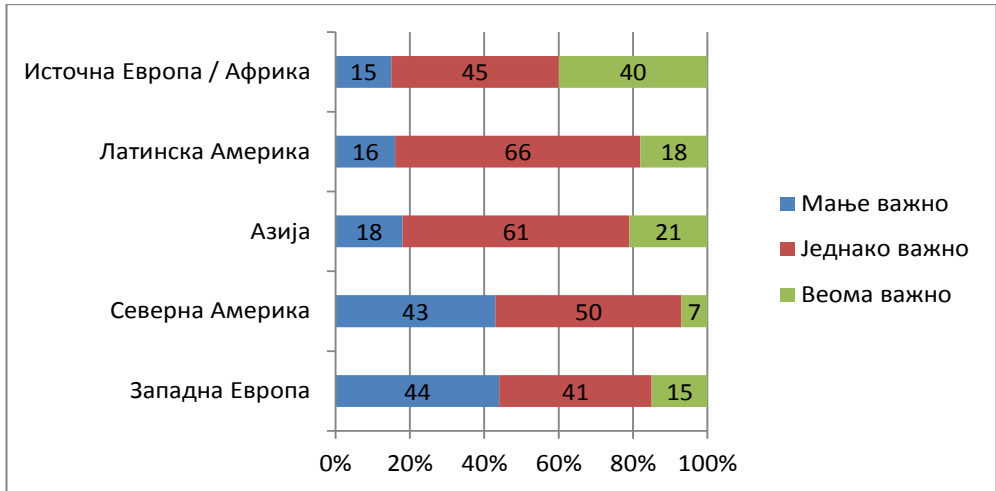
Делотворан систем управљања треба да обезбеди усклађеност с применљивим законима, стандардима, правилима, правима и дужностима свих заинтересованих страна. Такође, овакав систем управљања омогућава друштвима да избегну скупе парнице, укључујући трошкове у вези с потраживањем акционара и разне спорове који настају као резултат преваре,

<sup>113</sup> Међународна финансијска корпорација, *Корпоративно управљање. Приручник*, треће издање, Београд, 2011, стр. VII.

сукоба интереса, корупције, подмићивања и инсајдерског трговања. Дobar систем корпоративног управљања олакшаће решавање корпоративних сукоба између мањинских акционара и акционара који контролишу друштво, извршних директора и акционара, као и између акционара и носилаца интереса. Истовремено, запосленима у друштву добро дефинисан систем корпоративног управљања омогућава смањење ризика од личне одговорности.

## **2. Повољнија тржишна позиција компанија**

Систем корпоративног управљања може да одреди степен лакоће којом друштва могу да приступе тржиштима капитала. Друштва којима се добро управља погодна су за инвеститоре, а уливају и веће поверење кад је реч о способности да стварају приносе без кршења права акционара. Добро корпоративно управљање заснива се на принципима добре информисаности – транспарентности, доступности, ефикасности, благовремености, потпуности и тачности информација на свим нивоима. Повећање транспарентности у друштву иде у корист инвеститорима јер им се тако пружа могућност да стекну увид у пословање и финансијске податке друштва. Чак и ако су информације које је објавило друштво негативне, акционари могу имати користи због смањеног ризика од неизвесности. Од посебног значаја је све уочљивија склоност инвеститора да праксу корпоративног управљања уведу као кључни критеријум приликом доношења одлука о инвестирању. Што су структура и пракса корпоративног управљања бољи, то је вероватније да ће се средства користити у интересу акционара, без опасности да ће их руководиоци извлачити у приватне фирме или на други начин злоупотребљавати. Слика 10. илуструје како пракса корпоративног управљања има посебну важност на тржиштима у развоју, где акционари немају увек ниво заштите какав постоји на развијенијим тржиштима.



Слика 10. Важност управљања у односу на финансијске извештаје<sup>114</sup>  
Извор: McKinsey & Company, Globalna anketa mišljenja investitora, јул 2002.

Најзад, нови услови за котацију привредних друштава на многим берзама широм света захтевају да се друштва придржавају све одређенијих стандарда управљања. Друштва која желе да имају приступ и домаћим и међународним тржиштима капитала мораће да поштују прописане стандарде корпоративног управљања.

### 3. Атрактивност за стицање свежег капитала

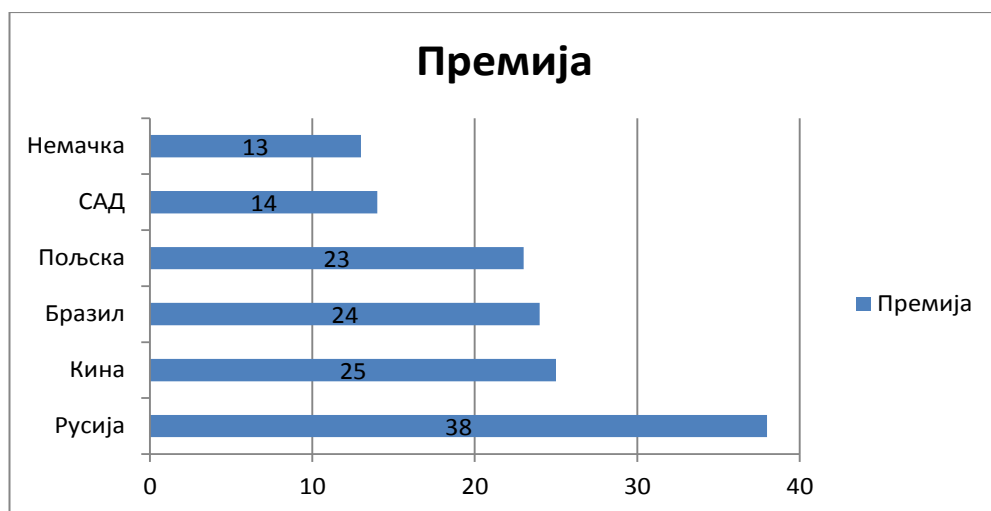
Привредна друштва која су се определила за високе стандарде корпоративног управљања обично су успешна у смањивању трошкова када се задужују и обезбеђују финансирање за пословање, те су тако у стању да смање цену капитала коју плаћају. Цена капитала зависи од нивоа ризика који инвеститори приписују друштву: што је већи ризик то је већа цена капитала. При том ови ризици обухватају и ризик од кршења права инвеститора. Ако су права инвеститора адекватно заштићена, цена власничког и дужничког капитала може се смањити. Треба напоменути да инвеститори који обезбеђују дужнички капитал, тј. повериоци, у новије време све чешће праксу корпоративног управљања друштва (на пример, транспарентна структура власништва и одговарајуће финансијско извештавање) укључују као битан критеријум приликом доношења одлука о инвестирању. Дакле, имплементација доброг система корпоративног

<sup>114</sup> Колико је важно корпоративно управљање када је реч о финансијским питањима, на пример профитабилност и потенцијал за раст, при процењивању у која друштва ћете инвестирати?

управљања доприноси да друштво плаћа ниже каматне стопе и добија дуже рокове доспећа за кредите.

Степен ризика и цена капитала зависе и од економске или политичке ситуације, институционалног оквира и механизма спровођења закона у земљи. Стога корпоративно управљање у конкретном привредном друштву игра пресудну улогу на тржиштима у развоју, која често немају тако добар систем спровођења права инвеститора као земље с развијеним тржишним привредама.

Ово је нарочито изражено у земљама као што је Србија, где је правни оквир релативно нов и још увек се тестира, и где судови инвеститорима не пружају увек ефикасну помоћ када су им угрожена права. То значи да чак и скромна унапређења у корпоративном управљању у односу на друга привредна друштва могу бити веома значајна за инвеститоре и могу довести до смањења цене капитала. Слика 11. јасно показује да је знатан проценат инвеститора спреман да плати додатно за друштво којим се добро управља (на пример, овај додатак на цену износи 38% за руска предузећа)



Слика 11. Премија за боље корпоративно управљање

Истовремено, постоји снажна веза између праксе управљања и начина на који инвеститори посматрају вредност средстава друштва (као што су основна средства, потраживања, портфолио производа, људски капитал, истраживања и развој и goodwill).

## 4. Утицај корпоративног управљања на репутацију компанија

У данашњем пословном окружењу репутација је постала кључни елемент гудвила једног привредног друштва. Репутација и имиџ друштва практично представљају интегрални, мада нематеријални део његових средстава. Добра пракса корпоративног управљања доприноси бољој репутацији друштва. Дакле, она друштва која поштују права акционара и поверилаца и обезбеђују финансијску транспарентност и одговорност сматраће се ревносним заступницима интереса инвеститора. Као резултат тога, таква друштва ће имати веће поверење јавности и goodwill. Ово поверење јавности и goodwill могу довести до већег поверења у друштво и његове производе, што с друге стране омогућава профитабилније пословање. Поврх тога, позитиван имиџ или goodwill друштва често играју значајну улогу у процени његове вредности. Goodwill у рачуноводственом смислу јесте износ за који куповна цена премашује фер вредност активе друштва које се купује. То је додатак на цену коју једно друштво плаћа да би купило друго.

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

У различитим земљама постоје различити системи корпоративног управљања. У САД и Великој Британији власништво је дисперзирано, главну реч има извршни директор, а ослонац корпоративног управљања је јака правна заштита инвеститора, уз максимално информационо откривање и утицај тржишта капитала. У Европи, Јапану и земљама у развоју и транзицији је нешто другачије: ослонац је више на крупним инвеститорима, укључујући и банке. Академски економисти снажно подржавају непријатељско преузимање (као Александар пред Гордијевим чвором) и критикују то што су му многе значајне државе озакониле препреке, донекле штитећи постојећи менаџмент.

У ширем смислу, области корпоративног управљања припадају и неке друге, овде непоменуте области, као што су информационо откривање (disclosure), антимонополско законодавство, стечај, извршење уговора, корупција, судство итд.

Утицај доброг управљања на перформансе предузећа у теоријском смислу, бар како се сматра, доказан је. Међутим, потребне су емпиријске провере, а то није лако урадити чак ни у много уређенијим и развијенијим земљама.

Потребни су добри стручњаци, добра воља и подршка у оквиру самих привредних друштава (укључујући, наравно, и различите носиоце интереса). Резултати таквих истраживања омогућили би, свакако, да се провере и одређени теоријски ставови. Овакви, као што су дати у Приручнику Међународне финансијске корпорације, могу да представљају тек основ за темељно истраживање и проверавање.

С друге стране, претходна излагања показала су да је корпоративно управљање сложена појава, и да се свакако треба чувати поједностављених оцена, тумачења и решења. Последице таквих поједностављивања могу бити изузетно тешке и осетљиве, као што је показало искуство, између осталог и у развијеним земљама.





## V. РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА

### 1. Уводни део

Однос између корпоративног управљања и перформанси предузећа једно је од интригантних питања, при томе не само у новије време, тј. у времену у коме је дошло до значајног пораста интересовања за ову проблематику. Ни Србија у томе, наравно, није изузетак. Већ у првој комплексној студији у периоду транзиције посвећеној корпоративном управљању, анализирани су и ови проблеми.<sup>1</sup> Међутим, не би се могло рећи да је касније дошло до систематичнијег истраживања тих питања, чак су доцнија истраживања барем једним делом у извесном смислу методолошки, а тиме и садржински, знатно скромнијег домета.

У наведеној студији емпиријско истраживање засновано је на анкети, с укупно 72 питања, подељених у четири области: основни подаци о предузећу, власништво, управљање предузећем и транспарентност.<sup>2</sup> Анкетирано је укупно 101 предузеће, од тога 31 друштвено, 41 акционарско друштво, 24 друштва с ограниченом одговорношћу и 5 друштава лица (ортачка и командитна друштва). Резултати анкете коментарисани су у студији<sup>3</sup>, и на основу њих изведени су одређени закључци. Општи је да „Слика о корпоративном управљању у Србији на основу анкете извршене за потребе ове студије није повољна, што је и очекиван закључак”.

Основни налази анкете, како их виде аутори студије, заслужују да буду шире наведени. „У полуприватизованом мешовитом сектору својина је дисперзирана, што власницима отежава контролу над предузећем. Трансферабилност својине је ограничена њеним лошим администрирањем. Заштита мањинских власника је недовољна, иако је по Закону о предузећима широка. Акционарима се ограничава право учешћа и гласања на скупштини статутарним одредбама о минимуму акција или лимиту броја гласова, али се и лошим администрирањем скупштине отежава присуство оних који на то

---

<sup>1</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије 2003. Наведеној тематици посвећена су два поглавља: Корпоративно управљање у Србији: анкета и Утицај корпоративног управљања на перформансе предузећа.

<sup>2</sup> Анкету је конципирао и спровео Бошко Мијатовић.

<sup>3</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије 2003, стр. 29–44.

имају права (не шаљу се позиви, касно обавештавање о седници, онемогућавање гласања поштом и путем заступника итд). У складу с тим, скупштине предузећа су обично мирне и незанимљиве. Управни одбори не контролишу предузеће у потпуности, било зато што је закон дао засебна овлашћења директорима, било зато што се директори у неким предузећима показују јачим од управног одбора. Добро функционисање управних одбора омета и чињница да у две трећине предузећа ниједан члан не прима никакву накнаду за тај ангажман. Надзорни одбори нису посебно активни. Директори се боре са управним одборима за пресудан утицај на послове предузећа. Најчешће су награђени фиксном платом. Потенцијални конфликт интереса присутан је у предузећима. Транспарентност је посебно слаба тачка корпоративног управљања у Србији: чланови скупштине и јавност су слабо обавештени о пословању предузећа, међународни рачуноводствени стандарди и стандарди финансијског извештавања се ретко примењују, а ревизије књиговодствених исказа се често не врше ни када закон то налаже. Утицај политике на послове привреде је смањен, али и даље постоји.”

Неповољно стање корпоративног управљања иницирало је ауторе да истакну потребу хитне, али и добро конципиране реформе, која подразумева промену Закона о предузећима, финансијских закона<sup>4</sup> и друге регулације, али и друге промене које нису легислативног типа – од наставака и завршетка приватизације, преко јачања конкурентности на тржишту<sup>5</sup> и формулисања и усвајања кодекса доброг управљања до битног јачања владавине права.<sup>6</sup>

Посебну вредност наведене студије, барем у овом домену, представља други део емпиријске анализе односа корпоративног управљања и перформанси предузећа.<sup>7</sup> На основу коментарисане анкете и специфичног система бодовања одговора који је применио аутор анкете, један од аутора ове монографије емпиријски је проверавао и верификовао утицај корпоративног управљања на рентабилност предузећа. Поред резултата анкете коришћени

---

<sup>4</sup> Из одговора у анкети види се да у само 34% предузећа констатују да користе међународне рачуноводствене стандарде, а у само 23% међународне стандарде финансијског извештавања.

<sup>5</sup> Група аутора окупљена у истом центру начинила је убрзо потом предлог нове антимонополске политике, која је требало да буде део таквог једног реформског захвата. Вид. Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Мијатовић, М. Париводић, В. Павић, Р. Сепи, Б. Стојановић и Д. Хибер, *Нова антимонополска политика: предлог решења*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003.

<sup>6</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије 2003, стр. 45.

<sup>7</sup> Вид. Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије 2003, стр. 47–60 и Р. Буквић, *Корпоративно управљање и перформансе предузећа: квантитативна анализа зависности на примеру Србије*, *Zbornik radova Više poslovne škole u Novom Sadu 1–2*, 2003, стр. 134–146.

су и подаци финансијских извештаја (завршних рачуна) предузећа из узорка, на основу којих је формирана листа показатеља њихове рентабилности (профитабилности). Применом једноставне корелационе, као и регресионе анализе показано је да постоји релативно јака корелациона веза између профитабилности и квалитета система корпоративног управљања. При томе, ова веза се показује значајном ако се профитабилност посматра у односу на ангажовани капитал, одакле следи и да је усмереност корпоративног управљања добра – на очување, односно оплођавање капитала.

Овом анализом, и посебно постављеним методолошким оквиром, постављени су доста високи стандарди у истраживању квалитета и успешности корпоративног управљања. Нажалост, мора се констатовати да у другим истраживањима ти стандарди нису поштовани. тако је, рецимо, у студији начињеној у оквиру делом истог истраживачког тима такође коришћено анкетирање предузећа<sup>8</sup>, али је примена других методолошких решења изостала. Анкета је овог пута обухватила 214 предузећа (акционарских друштава), а испитивање је извршио исти аутор као и у студији из 2003. На основу резултата анкете изведени су закључци, које ћемо опет цитирати.

„Најважнији резултати анкете ЦЛДС-а о корпоративном управљању указују на основне процесе у корпоративном сектору и основне одлике корпоративног управљања у Србији:

- у Србији је корпоративна структура највећим делом, и за сада, одређена законом о приватизацији како по типу фирми, тако и по власничкој структури,
- доминантан облик фирме је отворено акционарско друштво, настало по обавези да се сва бивша друштвена предузећа претворе током приватизације у отворена акционарска друштва,
- по структури власништва – доминира класичан и у другим земљама донекле застарео облик акционарског друштва у коме постоји већинско власништво неког другог правног или физичког лица,
- основни проблем корпоративног управљања, стога, није однос принципала и агента при дисперзираном власништву, као у англосаксонском свету и другде, јер у српским акционарским друштвима постоји јасан већински власник који лако поставља и контролише менаџмент,
- главни чинилац корпоративног управљања у Србији је управни одбор, а не менаџмент,

---

<sup>8</sup> Б. Беговић, М. Бисић, К. Ђулић, Б. Живковић, А. Јоловић и Б. Мијатовић, *Корпоративно управљање: пет година касније*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2008, стр. 29–55.

- већим проблемом се може сматрати однос већинског и мањинског власника, јер онај први има и мотива и могућности, услед незрелости и самог акционарства и судског система, да експроприше оне друге,
- конфликт интереса код руководећих људи акционарских друштава доста је раширен, како са знањем и одобрењем органа друштва, тако и без,
- акционарска друштва се не труде превише да информишу јавност и потенцијалне инвеститоре о сопственим перформансама; узрок томе вероватно се може наћи у врло малој оријентацији на прибављање капитала кроз емитовање нових акција,
- управљачи фирмама у Србији свесни су слабости корпоративног управљања – мање у сопственој него у другим фирмама.

Другачији приступ у оцени квалитета корпоративног управљања даје Индекс корпоративног управљања (ЦГ индекс), који се по именима аутора назива и ЛЛСВ индекс или индекс антидиректорских права (index of antidirectory rights).<sup>9</sup> Индекс се заснива на једноставном збрајању оцена појединачних фактора који улазе у индекс, при чему је оцена бинарна (0, 1). Овај индекс применили су за Србију Бошко Живковић и Ана Јоловић<sup>10</sup>, примењујући осам фактора, који заправо представљају (или не представљају) одговарајуће законске одредбе:

- принцип „једна акција – један глас”,
- гласање поштом,
- блокирање акција пре и после скупштине акционара,
- кумулативно гласање,
- заштита мањинских акционара,
- право приоритетног уписа или прече куповине,
- сазивање ванредне скупштине,
- обавеза исплате дивиденди.

На основу вредности индекса Србије (2) и његовом компарацијом са земљама које су анализирали Ла Порта и сарадници, аутори су закључили да је то нешто лошије од земаља француског и немачког законодавства, али знатно испод просека земаља англосаксонског права. На истом месту упоређена је Србија (2007, поменути индекс 2) са земљама у транзицији (1998), при чему једино Киргизија има исту вредност индекса, а остале земље већу. Наравно, овакво поређење је у динамичком смислу проблематично, али

---

<sup>9</sup> R. La Porta, F. Lopez- de- Silanes, A. Shleifer & R. W. Vishny, Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106, 1998, № 6, pp. 1113–1155; R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer. Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, 54, 1999, 2, pp. 471–517.

<sup>10</sup> Б. Беговић, М. Бисић, К. Ђулић, Б. Живковић, А. Јоловић и Б. Мијатовић, *Корпоративно управљање: пет година касније*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2008, стр. 79 и даље.

нас овде више интересује сам индекс, односно анализе које се на њему могу заснивати. Јасно је, наиме, да индекс има много мањкавости, што Живковић и Јоловићева сами истичу, попут самог избора фактора, њихов број, непостојање пондерације и др. С друге стране, а то аутори такође истичу, у Србији постоји велики раскорак између прописа и њихове примене, што је наравно такоређи општепозната ствар. Све то, свакако, значајно релативизује овакве анализе.

Ипак, већина емпиријских анализа задржава се на упитницима и њиховој статистичкој обради. У докторској дисертацији<sup>11</sup> Ђ. Ђурић је анализирао корпоративно управљање у грађевинским компанијама у Србији. У анкети је коришћено 147 питања, подељених у пет области (према поглављима ОЕЦД принципа). Обухваћене су 72 компаније (све које се налазе на листингу Београдске берзе), али из разних разлога истраживање је физички спроведено на 48 компанија. Одговори на питања обрађени су елементарним статистичким методама (дескриптивна статистика). Резултати до којих се дошло не изненађују: „Општа слика корпоративног управљања у српским грађевинским компанијама је лоша. Недостатак традиције, низак ниво корпоративне културе и лоша пракса поштовања закона и прописа главни су разлози лошег стања. Охрабрује чињеница, доказана у спроведеном истраживању, да међу грађевинским компанијама у нашој земљи постоје светли примери. У тим компанијама се поприлично одмакло с применом добре праксе корпоративног управљања. Ова акционарска друштва би, уз додатне корекције система управљања, које су у овој дисертацији предложене, врло брзо достигла светски ниво у овој области.”<sup>12</sup>

Анкетни поступак користио је и З. Обрадовић у анализи ефикасности корпоративног управљања у реалном и банковном сектору Србије.<sup>13</sup> Оцењивана је ефикасност у односу на различит степен дисперзије власништва, тако да је узорак био фактички подељен на три групе. Коришћена је ситуациона анализа у оквирима сваког од подузорака, уз комбиновање и елементарних показатеља из финансијских извештаја. Ипак, примена сложенијих статистичких метода изостала је. Основни налази истраживања били су низак ниво корпоративног управљања, изузев у банковном сектору.

---

<sup>11</sup> Ђ. Ј. Ђурић, *Корпоративно управљање, с посебним освртом на грађевинске компаније у Републици Србији*, докторска дисертација, Београд: Универзитет Цон Незбит, Факултет за пословне студије, 2016, стр. 119. и даље.

<sup>12</sup> Ђ. Ј. Ђурић, *Корпоративно управљање, с посебним освртом на грађевинске компаније у Републици Србији*, докторска дисертација, Београд: Универзитет Цон Незбит, Факултет за пословне студије, 2016, стр. 160–161.

<sup>13</sup> З. Обрадовић, *Утицај дисперзије власништва на ефикасност корпоративног управљања у предузећима и банкама у Србији*, докторска дисертација, Београд: Сингидунум универзитет, 2012.

## 2. Предмет истраживања

У овом делу рада истражићемо, по хипотезама, корпоративно управљање у Републици Србији.<sup>14</sup> До података се дошло анкетним испитивањем, а они су затим обрађени одговарајућим статистичким методима. Обухваћено је 150 испитаника. Лица која су дала информација, имала су следеће позиције у привредном друштву:

- Директори: 37 (генерални директори у акционарским друштвима / директори у друштвима са ограниченом одговорношћу)
- Извршни директори: 53
- Чланови Управног/Надзорног одбора: 12
- Директори највиших организационих јединица у друштву (центара, сектора): 24
- Секретари друштава: 6
- Власници капитала: 18.

Степен стручне спреме испитаника: Висока стручна спрема (ВСС) и/или виши степен образовања.

Друштва обухваћена анкетом су: 56% акционарска и 44% друштва са ограниченом одговорношћу, од којих 3 државна предузећа чији је власник Република Србија. У 80% акционарских друштава има један или више крупних акционара, у 2 друштва својина је дисперзована у којим сличајевима већински акционар има око 15% акција са правом гласа. Једно акционарско друштво има издате приоритетне акције а сва остала обичне акције с правом гласа.

### 2.1. Хипотезе које су предмет истраживања

У наставку дајемо преглед хипотеза које су предмет испитивања, као и питања из упитника у оквиру сваке од хипотеза.

#### *Прва хипотеза*

Развој корпоративног управљања резултира побољшањем економске ефикасности привредних друштава на дуги период и више доприноси националној привреди и целој друштвеној заједници.

#### *Питања за прву хипотезу*

---

<sup>14</sup> Вид. Лј. Рајновић, *Корпоративно управљање у Републици Србији – упоредно правни аспекти*, Докtorsка теза, Београд: Факултет за предузетнички бизнис, Универзитет Унион Никола Тесла, 2014.

1. Пословање у складу са принципима доброг корпоративног управљања, може бити све значајнији фактор за одлуке о инвестирању.
2. Ако је у једној земљи уређење корпоративног управљања уверљиво и поштују се међународно признати принципи, земље могу у пуном обиму да искористе глобално тржиште капитала и да привуку дугорочни „стрпљиви” капитал.
3. Примена добре праксе корпоративног управљања може да допринесе бољој репутацији компаније, која је постала кључни елемент гоодвилла једне компаније.
4. Компаније које поштују права акционара и поверилаца, транспарентност и одговорност у пословању, могу да стекну поверење јавности и goodwill, што може довести до већег поверења у привредно друштво и повећању профитабилности пословања.
5. Развој националне привреде умногоме зависи од развоја корпоративног управљања у привредним друштвима.
6. На светском тржишту, које се стално мења, егзистира јака конкуренција компанија које се боре за лидерску позицију у свету или макар да буду у групи лидера.
7. Примена савремених добрих правила корпоративног управљања представља боље организационо решење.

### *Друга хипотеза*

Добар систем односа и контроле менаџмента привредних друштава, може осигурати обезбеђење максимизације профита његових власника.

### *Питања за другу хипотезу*

1. Уређивање односа између принципала и агента може се обезбедити применом интерних механизма: мониторинг менаџмента од стране органа који врши надзор над његовим радом, контролом од стране великих инвеститора, адекватним системом стимулисања менаџмента и интерном ревизијом, као и екстерним механизмима: законска регулатива, тржиште корпоративне контроле, тржиште производа и услуга, тржиште менаџерских услуга.
2. Добро уређени односи између принципала и агента, могу да обезбеде тачно и отворено објављивање свих информација да би власници и други инвеститори могли да доносе адекватне одлуке.
3. Фидуцијарна дужност менаџмента према привредном друштву и власнику капитала може да утиче на максимизацију профита његових власника.
4. Успостављање доброг система односа између принципала и агента може да утиче на задовољавање интереса свих других конституената.
5. Органи, односно лица која контролишу менаџмент треба да буду независна лица, тј. лица која нису запослена у привредном друштву.



6. Асиметрија информација између власника капитала и професионалног менаџмента може да се уреди применом одређених механизма.
7. Добра пракса корпоративног управљања може да обезбеди квалитетну контролу над свим пословним и финансијским активностима привредног друштва чиме би се благовремено заштитила права и интереси власника капитала.

### ***Трећа хипотеза***

Правила корпоративног управљања у Србији нису довољно развијена што утиче на пословно-финансијске перформансе предузећа а тиме и целе привреде.

### ***Питања за трећу хипотезу***

1. У свим привредним друштвима капитала постоји потреба усвајања кодекса корпоративног управљања, којима би се уредила правила и односи између менаџмента привредног друштва и власника капитала.
2. Опште призната правила корпоративног управљања се у довољној мери не примењују у пракси пословања привредних друштава у Србији.
3. У пракси корпоративног управљања у Србији се не уважавају довољно интереси свих конституената.
4. Контролни органи (надзорни одбори, одбори директора, управни одбори код јавних предузећа, скупштина код друштава са ограниченом одговорношћу) у највећем проценту усвајају предлоге генералног директора/директора.
5. Власништво над привредним друштвом у највећем броју случајева није одвојено од управљања, тако да и у тој сфери доминира власник.
6. Могућности малих акционара учешћу у раду скупштине се ограничавају на разне начине, не могу сви власници да присуствују скупштини и гласају, већ је за то потребна квалификација у броју акција (величини удела), затим ограничења у приликом давања пуномоћја за гласање итд. На тај начин су многи власници онемогућени да врше своју власничку функцију.
7. Транспарентност и откривање информација о пословању привредних друштава није на задовољавајућем нивоу.

## **2.2. Методолошка објашњења**

Ликертова (Лајкертова) скала<sup>15</sup> формирана је по следећој шеми одговора испитаника (табела 1).

---

<sup>15</sup> R. Likert, A Technique for the Measurement of Attitudes, *Archives of Psychology*, 22, 1932, 140.

Табела 1. Ликертова скала

У потпуности се слажем	5
Слажем се	4
Уздржан	3
Не слажем се	2
Уопште се не слажем	1

На основу груписања одговора према Ликертовој скали, у оквиру сваког од питања из упитника, врши се класификација према интервалима који представљају ниво значаја целе групе одговора (интервал у којем се налази аритметичка средина). Они су дати у табели 2.

Табела 2. Скала за одређивање релативног значаја аритметичке средине узорка

Аритметичка средина	Ниво значаја
4,50 до 5	Веома висок
3,75 до 4,49	Висок
3,00 до 3,74	Средњи
2 до 2,99	Слаб
1,00 до 1,99	Веома слаб

Јачина везе између променљивих процењује се на основу величине парних коефицијената корелације, применом тзв. Правила Великог прста (табела 3)

Табела 3. Правило Великог прста

Коефицијент корелације	Јачина везе
$\pm 0,81$ до $\pm 1,00$	Снажна
$\pm 0,61$ до $\pm 0,80$	Умерена
$\pm 0,41$ до $\pm 0,60$	Слаба
$\pm 0,21$ до $\pm 0,40$	Врло слаба
$\pm 0$ до $\pm 0,20$	Одсуствује

Тестирање добијених резултата врши се одређивањем интервала поверења вредности аритметичких средина из узорка за свих седам питања (у сва три случаја, тј. за све три хипотезе, посебно). Под претпоставком нормалног распореда аритметичке средине узорка као статистичке променљиве (стандардна и уобичајена претпоставка), интервали њеног поверења одређени су нивоом значајности теста (обично 95% или 99%) и вредностима стандардних девијација добијених на основу узорка. Како наш узорак припада великом (број испитаника је 150, дакле већи од 20), користиће се следеће статистичке неједначине, добијене на основу нормалног распореда:

$$P \left( m - 1,96 \frac{s}{\sqrt{n-1}} < M \leq m + 1,96 \frac{s}{\sqrt{n-1}} \right) = 95\%$$

$$P \left( m - 2,58 \frac{s}{\sqrt{n-1}} < M \leq m + 2,58 \frac{s}{\sqrt{n-1}} \right) = 99\%$$

где је  $m$  – аритметичка средина из узорка (према одговорима испитаника),  $s$  – стандардна девијација из узорка,  $n$  – величина узорка (=150) и  $M$  – непозната вредност аритметичке средине основног скупа коју оцењујемо.

## 2.3. Истраживање хипотеза

### 2.3.1. Испитивање прве хипотезе

На основу одговора на прву групу питања (хипотеза 1, Ликертова скала са пет вредности одговора), добијене су следеће статистичке величине (табела 4).

Табела 4. Основне статистичке величине из узорка

Променљива (питање)	Аритметичка средина	Модус	Стандардна девијација	Ниво значаја
1	4,18667	4	0,38964	Висок
2	4,2	4	0,4	Висок
3	4,26667	4	0,44222	Висок
4	4,16667	4	0,37268	Висок
5	3,90667	4	0,79454	Висок
6	3,53333	4	1,02415	Средњи
7	3,94667	4	0,45879	Висок

Извор: Обрада одговора из анкете

Табела 4 показује да је најмања вредност аритметичке средине код шестог питања (3,53), и оно је једино сврстано у групу средњег нивоа значаја. Код свих осталих постоји висок ниво сагласности, тј. подударности одговора испитаника на питања која су у упитнику постављена. Ипак, код свих седам питања најчешћи одговор био је „Слажем се”, тако да су модуси у оквиру сваког од питања исти: 4. Код шестог и (нарочито) седмог одговора стандардне девијације су знатно веће него код осталих, што потврђује већу дисперзираност одговора, што утиче и на одређивање интервала поверења за аритметичке средине.

На основу основу овога могло би се закључити да су испитаници у великој већини сагласни са хипотезом да „Развој корпоративног управљања резултира побољшањем економске ефикасности привредних друштава на дуги период и више доприноси националној привреди и целој друштвеној заједници”. Изузетак је, донекле, шесто питање („На светском тржишту, које се стално мења, егзистира јака конкуренција компанија које се боре за лидерску позицију у свету или макар да буду у групи лидера.”), што би се само по себи могло тумачити на разне начине (да ли су испитаници упознати са ситуацијом на светском

тржишту, да ли то што се догађа на светском тржишту доводе у везу са ситуацијом у нашој привреди и земљи, итд.).

Тестирање добијених резултата наставићемо одређивањем интервала поверења вредности аритметичких средина из узорка за свих седам питања. Стандардне девијације приказане су у табели 4, а у наредној табели (табела 5) приказане су вредности интервала поверења за сваку аритметичку средину.

Табела 5. Интервали поверења аритметичких средина

Питање	Ниво значајности	Доња граница	Горња граница	Ниво значајности	Доња граница	Горња граница
	95%			99%		
1		4,1241	4,2492		4,1043	4,2690
2		4,1358	4,2642		4,1155	4,2846
3		4,1957	4,3377		4,1732	4,3601
4		4,1068	4,2265		4,0879	4,2454
5		3,7791	4,0343		3,7387	4,0746
6		3,3689	3,6978		3,3169	3,7498
7		3,8730	4,0203		3,8497	4,0436

Извор: Обрада одговора из анкете

Како показује табела 5, интервали поверења за аритметичке средине у свим случајевима су изнад 3,5 (као доње границе), изузев код шестог питања, и то на оба нивоа значајности (дакле, и за вероватноћу од 95% и за вероватноћу од 99%). С обзиром на арбитрарност скале постављене у табели 2, а на основу које је шеста променљива (тј. одговори на шесто питање) сврстана у средњи ниво значаја, овакав резултат сугерише да је и код ове променљиве ближе реалном стању сврстати је у групу а високим нивоом значајности. У том случају као не би постојала променљива између наведених седам код које преовлађује уздржаност, и коју би према томе требало сврстати у групу са средњим нивоом значаја. При томе, донекле треба истаћи нешто „слабију” поткрепљеност оваквог закључка код шестог питања.

Горње закључке потврђује и испитивање корелације међу променљивима. Како су одговорима додељене бројчане вредности (Ликертова скала, табела 1), могу се користити обични коефицијенти корелације. Они су представљени у табели 6.

Табела 6. Коефицијенти парне корелације променљивих на основу узорка

Променљива	1	2	3	4	5	6	7
1	1	0,7015	0,2141	0,0612	0,0132	0,0512	0,1303
2			0,3015	0,1789	-0,0462	0,0488	0,0945
3				1	0,4989	-0,0620	0,2012
4						1	0,2038
5							1
6							1
7							

Извор: Обрада одговора из анкете

У табели нису приказане све вредности, већ је попуњена само једна половина табеле. Доња половина је, наиме, симетрична, пошто су и коефицијенти парно симетрични (тј. важи  $r_{ij} = r_{ji}$ ). Као што можемо запазити у табели, вредности коефицијената корелације су ниске (изузев коефицијента  $r_{12}$ , и донекле коефицијента  $r_{34}$ ). Применом тзв. Правила великог прста (табела 3), можемо закључити да се вредности коефицијената налазе углавном у четвртој и петом реду табеле 3 (дакле, јачина везе се може окарактерисати као „Врло слаба”, односно „Одсутствује”), изузев наведена два коефицијента, чије вредности припадају слабој и умереној јачини везе. Овакве вредности коефицијената корелације сугеришу независност променљивих (тј. питања у оквиру ове групе).

### 2.3.2. Испитивање друге хипотезе

На основу одговора на прву групу питања (хипотеза 2, Ликертова скала са пет вредности одговора), добијене су следеће статистичке величине (табела 7).

Табела 7. Основне статистичке величине из узорка

Променљива (питање)	Аритметичка средина	Модус	Стандардна девијација	Ниво значаја
1	3,9333	4	0,4422	Висок
2	3,9867	4	0,6217	Висок
3	3,96	4	0,4454	Висок
4	4,1333	4	0,6182	Висок
5	3,4	4	1,4048	Висок
6	4,1667	4	0,3727	Висок
7	4,22	4	0,4143	Висок

Извор: Обрада одговора из анкете

Као што се види, најмање вредности аритметичке средине добијене су код петог питања (3,4), и она је сврстана у средњи ниво значаја аритметичке средине, док су остале групе сврстане у висок ниво значаја. На основу тога могло би се закључити да код питања 5 преовлађује средњи ниво, а код осталих питања висок ниво подударности одговора испитаника на постављена питања (у просеку, они су сагласни с тврдњом постављеном у одговарајућем ставу упитника, за разлику од питања 5, где би се могло закључити да се у просеку налазе у зони уздржаних). Међутим, други статистички показатељи, пре свега модус и стандардна девијација показују ипак одређене разлике. Модус је код свих питања исти: 4 („Слажем се”), дакле одговара и вредности аритметичке средине и одређеном нивоу значаја осим код петог питања. Стандардна девијација је управо код петог питања далеко највећа, што се може претпоставити већ и на основу визуелног сагледавања одговора испитаника.

Ови статистички резултати могли би да сугеришу да је већина испитаника сагласна с хипотезом да „Добар систем односа и контроле менаџмента привредних друштава, може осигурати обезбеђење максимизације профита

његових власника”. Мале недоумице, како је већ наговештено, постоје код петог питања, где одговори у мањој или већој мери нагињу уздржаности (питање је, да подсетимо: 5) Органи, односно лица која контролишу менаџмент треба да буду независна лица, тј. лица која нису запослена у привредном друштву). Очито је да ово питање изазива недоумицу код испитаника, односно да је значајан број оних који у горњу тврдњу нису убеђени.

Тестирање добијених резултата наставићемо одређивањем интервала поверења вредности аритметичких средина из узорка за свих седам питања. Стандардне девијације приказане су у табели 7, а вредности интервала поверења за сваку аритметичку средину у табели 8.

Табела 8. Интервали поверења аритметичких средина

Питање	Ниво значајности	Доња граница	Горња граница	Ниво значајности	Доња граница	Горња граница
	95%			99%		
1		3,86233	4,0043		3,83987	4,02680
2		3,88684	4,0865		3,85527	4,11807
3		3,88848	4,0315		3,86586	4,05415
4		4,03406	4,2326		4,00266	4,26401
5		3,17444	3,6256		3,10309	3,69691
6		4,10683	4,2265		4,08790	4,24544
7		3,55564	3,8710		3,50576	3,92091

Извор: Обрада одговора из анкете

Како показује табела 8, интервали поверења за аритметичке средине у свим случајевима су изнад 3,5 (као доње границе), изузев код петог питања, и то на оба нивоа значајности. С обзиром на арбитарност скале постављене у табели 2, а на основу које је пета променљива (тј. одговори на пето питање) сврстана у средњи ниво значаја, овакав резултат сугерише да је и код ове променљиве доста блиско реалном стању сврстати је у групу са високим нивоом значајности. Код свих осталих питања постоји висок ниво значаја, односно висок ниво сагласности испитаника с понуђеним одговорима у упитнику („сагласан сам”). При томе, донекле треба истаћи нешто „слабију” поткрепљеност оваквог закључка код петог питања.

Горње закључке потврђује и испитивање корелације међу променљивима. Они су представљени у табели 9.

Као што можемо запазити, корелације нису нарочито изражене, одликују их доста мале вредности коефицијената. Применом тзв. Правила великог прста (табела 3), можемо закључити да се вредности у табели налазе углавном у трећем реду табеле 3 (дакле, јачина везе се може окарактерисати као „Слаба”), или у четвртном, док је коефицијент  $r_{14}$  чак мањи од 0,2 (дакле, упућује на одсуство корелације. Одатле се може закључити да корелационе везе између

променљивих нису изражене, дакле да су променљиве међусобно углавном независне.

Табела 9. Коefицијенти парне корелације променљивих на основу узорка

Променљива	1	2	3	4	5	6	7
1	1	0,4575	0,3249	0,1788	0,2576	0,1483	0,1892
2			0,5037	0,3862	0,3115	0,1822	0,1926
3				1	0,3583	0,3772	0,3213
4					1	0,3378	0,4244
5						1	0,3693
6							1
7							

Извор: Обрада одговора из анкете

С обзиром на довољно велики узорак, може се закључити, и без посебног тестирања, да су корелационе везе слабе или умерене, и да указују углавном на слабу, односно умерену јачину везе међу променљивима. На тај начин, поново се показује релативно висока сагласност испитаника с постављеном хипотезом, уз више пута истакнут и коментарисан делимичан изузетак првог питања.

### 2.3.3. Испитивање треће хипотезе

На основу одговора на трећу групу питања (хипотеза 3, Ликертова скала са пет вредности одговора), добијене су следеће статистичке величине (табела 10).

Табела 10. Основне статистичке величине из узорка

Променљива (питање)	Аритметичка средина	Модус	Стандардна девијација	Ниво значаја
1	3,38	3	1,02418	Средњи
2	4,06667	4	0,67987	Висок
3	3,93333	4	0,85375	Висок
4	4,04	4	0,69167	Висок
5	3,94667	4	0,86245	Висок
6	3,90667	4	0,83544	Висок
7	3,71333	4	0,98208	Средњи

Извор: Обрада одговора из анкете

Као што се види, најмање вредности аритметичке средине добијене су код првог (3,38) и седмог питања (3,71), и оне су сврстане у средњи ниво значаја аритметичке средине. На основу тога могло би се закључити да код питања 1 и 7 преовлађује средњи, а код питања 2 до 6 висок ниво подударности одговора испитаника на постављена питања (у просеку, они су сагласни с тврдњом постављеном у одговарајућем ставу упитника, за разлику од питања 1 и 7, где би се могло закључити да се у просеку налазе у зони уздржаних). Међутим, други статистички показатељи, пре свега модус и стандардна девијација показују ипак

одређене разлике. Док је код првог питања модус доиста у средини („Уздржан”), дакле одговара и вредности аритметичке средине и одређеном нивоу значаја, код седмог питања аритметичка средина је знатно већа, иако још увек у истој зони значаја, док модус одговара вредности 4 из Ликертове скале („Сагласан сам”). При томе, код оба питања стандардна девијација је већа него код преосталих преосталих питања, али је код седмог питања она ипак ближа (0,98) вредностима девијације из питања 2 до 6, док код првог питања она има вредност изнад 1 (тачније 1,02) и највећа је у оквиру свих питања.

Ови статистички резултати могли би да сугеришу да је већина испитаника сагласна с хипотезом да „Правила корпоративног управљања у Србији нису довољно развијена што утиче на пословно-финансијске перформансе предузећа а тиме и целе привреде”. Мале недоумице, како је већ наговештено, постоје код првог и седмог питања, где одговори у мањој или већој мери нагињу уздржаности (питања су, да подсетимо: 1) у свим привредним друштвима капитала постоји потреба усвајања кодекса корпоративног управљања, којима би се уредила правила и односи између менаџмента привредног друштва и власника капитала; 7) транспарентност и откривање информација о пословању привредних друштава није на задовољавајућем нивоу).

Тестирање добијених резултата наставићемо одређивањем интервала поверења вредности аритметичких средина из узорка за свих седам питања. Стандардне девијације приказане су у табели 10, а у наредној табели (табела 11) приказане су вредности интервала поверења за сваку аритметичку средину.

Табела 11. Интервали поверења аритметичких средина

Питање	Ниво значајности	Доња граница	Горња граница	Ниво значајности	Доња граница	Горња граница
	95%			99%		
1		3,21555	3,54445		3,16353	3,59647
2		3,95750	4,17583		3,92297	4,21037
3		3,79625	4,07042		3,75288	4,11378
4		3,92894	4,15106		3,89381	4,18619
5		3,80818	4,0852		3,76438	4,12896
6		3,77252	4,04081		3,73009	4,08325
7		3,55564	3,87103		3,50576	3,92091

Извор: Обрада одговора из анкете

Како показује табела 11, интервали поверења за аритметичке средине у свим случајевима су изнад 3,5 (као доње границе), изузев код првог питања, и то на оба нивоа значајности. С обзиром на арбитрарност скале постављене у табели 2, а на основу које је седма променљива (тј. одговори на седмо питање) сврстана у средњи ниво значаја, овакав резултат сугерише да је и код ове променљиве ближе реалном стању сврстати је у групу с високим нивоом значајности. У том случају као једина променљива између наведених седам код које преовлађује уздржаност, и коју би према томе требало



сврстати у групу са средњим нивоом значаја остаје променљива 1 (тј. одговори испитаника на прво питање). Код свих осталих питања постоји висок ниво значаја, односно висок ниво сагласности испитаника с понуђеним одговорима у упитнику („сагласан сам”). При томе, донекле треба истаћи нешто „слабију” поткрепљеност оваквог закључка код седмог питања.

Горње закључке потврђује и испитивање корелације међу променљивима. Они су представљени у табели 12.

Табела 12. Коefицијенти парне корелације променљивих на основу узорка

Променљива	1	2	3	4	5	6	7
1	1	0,4806	0,5779	0,4867	0,5966	0,6024	0,6916
2		1	0,7542	0,8733	0,7451	0,7739	0,6377
3			1	0,7948	0,7557	0,8231	0,7326
4				1	0,7971	0,8025	0,6352
5					1	0,8628	0,7061
6						1	0,7799
7							1

Извор: Обрада одговора из анкете

Као што можемо запазити, први ред у табели (он показује редом корелисаност прве с осталим променљивима) одликују мање вредности коefицијената у односу на друге ћелије ове табеле. Применом тзв. Правила великог прста (табела 3), можемо закључити да се вредности из овог реда табеле налазе углавном у трећем реду табеле 3 (дакле, јачина везе се може окарактерисати као „Слаба”), и то  $r_{12}$ ,  $r_{13}$ ,  $r_{14}$ , и  $r_{15}$ , док два коefицијента упућују на умерену јачину везе:  $r_{16}$  и  $r_{17}$ . Вредности осталих коefицијената налазе се претежно у распону (0,61 до 0,80), дакле упућују на умерену јачину везе, а неколико се налазе у распону који карактерише снажну везу ( $r_{24}$ ,  $r_{36}$ ,  $r_{46}$ , и  $r_{56}$ ). Одатле се може закључити да је корелационо најјаче повезана с другим променљивима шеста. С друге стране, изузимајући прву, ни код једне променљиве није забележена слаба корелациона веза с другим променљивима, док одсуство корелационе везе у узорку уопште није регистровано.

С обзиром на довољно велики узорак, може се закључити, и без посебног тестирања, да су корелационе везе довољно значајне, и да указују (изузимајући прву променљиву) на умерену јачину везе међу променљивима. На тај начин, поново се показује релативно висока сагласност испитаника с постављеном хипотезом, уз више пута истакнут и коментарисан делимичан изузетак првог питања.

Ако ради даљих провера подвргнемо оригиналне вредности (одговоре испитаника) другим статистичким методима, добићемо потврде наведених тврдњи и констатација. Тако, применом факторске анализе (метод главних компонената), добијамо следеће факторске скорове за датих седам променљивих (табела 13).

Табела 13. Факторски скорови за седам питања из узорка

Променљива	Иницијални	Екстраховани	% објашњене варијансе	
			Променљиве	Кумулатив
1	1	0,51021	75,5417	75,5417
2	1	0,76058	9,97988	85,5215
3	1	0,80818	4,30264	89,8242
4	1	0,79904	3,77778	93,6020
5	1	0,81601	3,11034	96,7123
6	1	0,87221	1,75099	98,4633
7	1	0,72169	1,53672	100

Извор: Обрада одговора из анкете

Као што показују резултати у табели 13, прва променљива има најмањи факторски скор у оквиру целог скупа узорака (свих седам питања), али и (далеко) највећи допринос објашњењу варијабилности целог скупа узорака. Овакви резултати могли су се, наравно, очекивати с обзиром на варијабилност одговора испитаника, која је далеко највећа код првог питања.

### 3. Закључна разматрања резултата истраживања

Овај рад имао је за циљ да докаже да је резултат развоја корпоративног управљања, што свакако подразумева и примену правила доброг корпоративног управљања, побољшана економска ефикасност привредних друштава на дуги период, што је циљ сваког привредног друштва и више доприноси националној привреди и целој друштвеној заједници. Такође, циљ овог рада је био да докаже да најважнији проблем корпоративног управљања, сукоб интереса између најважнијих конституената, власника капитала и менаџера, може да се реши успостављањем система, структура или политике који обухватају процесе и правила којима се регулишу њихови односи, као и да примена добрих правила корпоративног управљања у Србији може да утиче на ликвидност предузећа а тиме и целе привреде.

Током истраживања, дошло се до бројних резултата који су допринели решавању проблема овог рада и до одговора на значајна питања, као што су:

- а) Недвосмислено је доказано да пословање применом принципима доброг корпоративног управљања, који су препознатљиви, може бити све значајнији фактор за одлуке о инвестирању, пошто улива поверење инвеститорима и даје гаранцију уложених средстава. Земље које поштују међународно признате принципе управљања друштвом, могу максимално да искористе светско тржиште капитала и да привуку трајни капитал, који је пожељан свакој земљи без обзира на ком степену развоја се налази њена економија.

Истраживања су показала да примена добре праксе доброг корпоративног управљања може да допринесе повећању нематеријалне вредности компаније, односно њеној бољој репутацији, која је битни елемент goodwill-а компаније. Компаније које поштују права носилаца интереса, јавно објављују податке који могу битно да утичу на пословање и одговорност у пословању, у сваком случају могу да стекну поверење јавности и goodwill, што може довести до већег поверења у привредно друштво, бољи статус на тржишту а самим тим и повећања профитабилности пословања, што компанији може омогућити пут ка лидерској позицији на тржишту. Такође, постоји велика сагласност да примена савремених добрих правила корпоративног управљања представља боље организационо решење, те да развој националне привреде зависи од развоја корпоративног управљања у привредним друштвима.

На основу изложеног, може се закључити да је доказана хипотеза да „Развој корпоративног управљања резултира побољшањем економске ефикасности привредних друштава на дуги период и више доприноси националној привреди и целој друштвеној заједници”.

б) Истраживања су показала да је могуће уредити односе између принципала и менаџмента применом интерних и екстерних механизма, контролом рада менаџмента, адекватним системом стимулса менаџмента, законском регулативом, тржиштем корпоративне контроле итд. као и да добро уређени односи између принципала и агента могу да обезбеде тачно и отворено објављивање свих информација што је један од основних принципа корпоративног управљања.

На максимизацију профита власника капитала може да утиче адекватан, савестан однос менаџмента према привредном друштву и власнику капитала, а добро успостављен наведени однос може да утиче и на задовољавање интереса свих других конституената. На тај начин би био решен проблем асиметрије информација између власника капитала и професионалног менаџмента.

Добра пракса корпоративног управљања може да обезбеди квалитетну контролу над свим пословним и финансијским активностима привредног друштва чиме би се благовремено заштитила права и интереси власника капитала, пре свега од стране лица која контролишу менаџмент унутар привредног друштва као чланови органа друштва као и екстерна контролна тела и лица. Ако је у друштву изабран савестан менаџмент, успостављена адекватна контрола пословања друштва, менаџмент ће радити у интересу друштва а самим тим и у интересу власника капитала, што може довести до реализација циља пословања – максимизације профита власника.

На основу свега изнетог, може се закључити да је доказана хипотеза да „Добар систем односа и контроле менаџмента привредних друштава, може осигурати обезбеђење максимизације профита његових власника”.

ц) Даље, истраживања су указала да у привредним друштвима капитала постоји потреба усвајања правила која регулишу корпоративно управљање и то кодекса корпоративног управљања, којима би се успоставили адекватни односи између менаџмента привредног друштва и власника капитала, као и да се опште призната правила корпоративног управљања још увек не примењују у довољној мери не примењују у пракси пословања привредних друштава у Србији, затим да се у пракси корпоративног управљања не уважавају довољно интереси свих конституената.

Истовремено, контролни органи у највећем проценту усвајају предлоге генералног директора у акционарском друштву односно директора у друштву са ограниченом одговорношћу, што са једне стране може да укаже на овладавање директора контролним органом или пак, да у преивредним друштвима управља професионални менаџмент. Имајући у виду низак ниво корпоративног управљања у Србији, мишљење аутора је, да у многим друштвима ипак менаџмент овладава контролним органом коришћењем асиметрије информација, својих других вештина или је истовремено и власник капитала, пошто се показало да у највећем броју привредних друштава у Србији власништво над капиталом није одвојено од управљања.

Резултати истраживања су показали да се права малих акционара у пракси узурпирају или ограничавају на разне начине, учешће у раду скупштине се ограничава, сви власници капитала не могу да присуствују скупштини и гласају, већ је за то потребан квантитет у броју акција, затим ограничења у приликом давања пуномоћја за гласање итд. На тај начин су многи власници онемогућени да врше своју власничку функцију, што је супротно опште прихваћеним принципима корпоративног управљања.

Транспарентност и откривање информација о пословању привредних друштава као један од основних стубова у пракси доброг корпоративног управљања није на задовољавајућем нивоу. Без доступности поузданих и упоредивих информација на редовној основи власници капитала нити други конституенти неће бити у могућности да процене квалитет управе друштва, да га адекватно контролишу, инвеститори не могу да процене перформансе друштва, друштво не може да привуче трајни капитал, што узрокује немогућност приступа глобалном тржишту капитала, што све утиче на ликвидност привредних друштава а самим тим и целе националне привреде.

На основу свега изнетог а применом принципа *a contrario*, може се закључити да је доказана хипотеза да „Правила корпоративног управљања у Србији нису

довољно развијена што утиче на пословно-финансијске перформансе предузећа а тиме и целе привреде”.

## **VI. СТАЊЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ**

### **1. Историјат корпоративног управљања у Републици Србији**

Крајем прошлог века, корпоративно управљање постаје тема за коју почиње занимање привредних субјеката и у Републици Србији, али, изгледа да је мали број привредних друштава схватио значај и предности примене правила корпоративног управљања, која се често уводе, пре свега, про форме и површно и у највећем броју случајева само као промотивна активност а не као средство које омогућава друштву да стекне поверење својих власника, акционара, смањи изложеност свог пословања ризику екстерне природе, повећа инвестициону привлачност и обезбеди лакши и повољнији приступ капиталу.

У односу на остале земље у окружењу, Србија спада у земље „закасне транзиције”. Та специфичност условљава потребу радикалнијег искорака из наслеђеног стања у многим сферама привредног живота. Истовремено, неопходно је и симултано деловање више важних фактора, како унутрашњих тако и спољних, да би се зауставила вишегодишња негативна спирала на пољу инвестирања, производње, запослености и продуктивности. Дешава се да земље не реформишу благовремено свој оквир корпоративног управљања на време да би реализовале позитивне ефекте. Да би се постигао циљ, реформе морају бити свеобухватне, укључујући правни оквир, судски систем, регулисати тржиште рада, финансијско тржиште, дозволити улазак нових предузећа на тржиште, регулисати државно власништво над предузећима. Све потребно се често спроводи уз одлучне мере, често координиране од стране иностраних привредних субјеката<sup>1</sup>.

Иако су реформе привредног система су у току, неопходно реструктурирање предузећа и приватизација државног капитала као и преосталог друштвеног, још увек није окончана. Пошто домаћа привреда, није довољно активна на међународном плану, односно није својински и програмски трансформисана, уз присутну укупну нестабилност, питање подношљивости ризика у на отвореном тржишту и потенцијалним инвеститорима, по бројним схватањима има предзнак опасних дешавања, што није необично. Када се анализира стање управљања код нас у протеклим деценијама, врло лако се може установити феномен његове

---

<sup>1</sup> S. Claessens & B. V. Yurtoglu. Corporate governance in emerging markets: A survey, *Emerging Markets Review*, 15, 2013, pp. 1–33.

постојаности и заснованости на неколико основних принципа. Егзистенција предузећа у корелацији производња – тржиште, уз ниску сложеност дешавања у предузећу и изван њега, омогућили су руковођење у релативно једноставним и стабилним структурама, при чему се свести о успеху и континуираном развоју на дуге стазе, углавном није придавао значај.

Настајање нових структура управљања у предузећима у протеклих неколико година, уз понегде врло изражену диференцијацију унутар управљачких група предузећа, доживљено је двојако. Први су то прихватили као повратак основним принципима да предузећа и њихове руководиоце подсети на важност приоритета, односно, да у први план долазе нове активности и потребна знања о економском, техничком и друштвеном развоју, при чему се старе заслуге и знања о управљању морају одбацити. Други су ово доживели као потпуну деградацију руковођења и за њих је много важније да се кроз сврсисходне мере, изградње атрактивни пословни и радни услови за привређивање, до коначног отварања тржишта и доласка потенцијалних инвеститора. На сва ова дешавања, надовезују се заговорници теорије „управљања хаосом”, тврдњом да у нашој економији и привредним друштвима, пре има превише него премало хаоса. У ствари, истина је увек негде на средини, а управљање, какво се данас примењује у нашим предузећима, резултат је развоја привреде у последње две-три деценије.

Код нас се, још увек у највећем броју случајева не схвата, да је најважнија лекција, временска лекција. Све што може да се уради данас, не треба остављати за будућност. Технолошке промене условљене невиђеним иновативним узлетом у многим индустријама и нова менаџмент знања представљају данас главну детерминанту привредног развоја. Истраживања доказују да у више од половине привредних субјеката, промене којима се уводе нови производи, процеси и на тој основи увећава продуктивност, доприносе стабилном и дугорочном расту привредних друштава.

Србија је у области корпоративног управљања, високо зависна од знања из иностранства. Ова зависност није ни мало идилична. Она је скупа, пре свега с формалне стране, врло је сложен приступ новим технологијама и менаџерском „know-how” у условима закаснеле транзиције. Алтернативе за одређени број предузећа, преко две хиљаде, нису баш изгледне, јер су из тржишне игре испала још раније, а у животу су одржавана ради социјалног мира.

Сматрало се, да ће много раније доћи до отрежњавајућег буђења пре свега креатора политике, а затим наших привредних друштава, која су нам некада изгледала врло конкурентим у многим индустријама и привредним областима. Овај, углавном лажни, утисак био је заснован на тада општеважећим принципима дириговане друштвене економије која је искључивала тржишни ризик предузећа.

Али, ризик је одувек био нераздвојно везан за сваку предузетничку делатност. Разне појаве доприносе да се степен ризика стално мења и да временом узима све разноврсније форме. У појавном смислу, за већину фирми у свету, као фактори конкурентности, битна су два питања: ценовно вођство или диференцијација квалитета. Ретко када су обе ове стратегије вођене истовремено, јер је познато да фирме из индустрија високе технологије примењују стратегију диференцијације производа, а фирме ниже технологије стратегију ценовног вођства.

Поставља се питање како доћи до будућег система управљања и одговорности, које данас трпи јаке критике, а нарочито са становишта моћи, способности и одговорности привредника да успешно води предузеће у новим и будућим временима. Очигледно, да време које је пред нама није време „сивих еминенција” јер привредно друштво има све израженију обавезу да полаже рачуне, не само органима предузећа и власницима, већ и пред јавношћу. Моћ, способност и одговорност биће под вишеструком контролом, јер се све одиграва у плуралистичким друштвеним оквирима. Ко се на једној страни залаже за тржишност, а на другој тражи за себе нпр. царинску заштиту, субвенције или изузимање од примене прописа, иде у сусрет опасности да временом изгуби поверење. Респектовање закона не само по слову, већ и по духу и спој речи и дела, треба да буду будуће константе о којима ће судити јавност. Ако се покаже да неко није у стању да ради и на добро многих, пре или касније доживеће неуспех. За то ће се такође побринути и конкуренција као највиши контролор моћи на тржишту и инструмент развлашћивања.

Успешно управљање предузећем, могуће је у стабилним условима и, економски и социјално слободном окружењу. Ако ови услови не постоје у потребној мери, привредно друштво и његова управа имаће тешкоће у пословању. На жалост, ови услови код нас нису још увек створени и зато сваки привредник свестан својих моћи и одговорности „мора”, а не само „треба”, да утиче да се услови побољшају и знатно стабилизују. То је аспект моћи који не заслужује да се тако назове и који можемо означити као „утицај”. Наиме, привредници могу, ако се ради о успешним и јаким личностима чији је ауторитет заснован на позитивном резултату, утицати како на макроекономску политику, тако и на формирање потребног политичког мишљења о економском интересу државе и привреде у целини<sup>2</sup>.

Наведено подразумева међусобно усаглашену стратегију од идеје до реализације, како би се расположиви репертоар реформских захвата у привреди спроводио према стварним приоритетима у области приватизације, предузетништва, децентрализације и дерегулације. Адекватна заштита својине и пословања и нужно смањивање трошкова услед предимензионираног државног

---

<sup>2</sup> Lj. Rajnović, J. Subić, N. Zakić. *Organizaciono i finansijsko restrukturiranje privrednih društava u funkciji poboljšanja privrednog ambijenta u Republici Srbiji*, Beograd: Institut za ekonomiku poljoprivrede, 2016.



и јавног сектора и компликованих закона, морају бити основни задатак привредника у склопу про реформског покрета. Ту свакако спада и борба да се обиман незванични сектор подведе под правила равноправног тржишног пословања, да се изведе из сфере тајног у сферу јавног пословања, како не би угрозио потребне привредне промене. Ово је сасвим легитимно и представља део актуелног привредничког задатка.

На описани начин, схваћена одговорност привредника, доводи нас и до питања о схватању привредника и државних ауторитета, о предностима увођења корпоративног управљања, које код највећег броја привредних друштава још увек, фактички, није ни на дневном реду.

Власништво над капиталом у привредним друштвима у Републици Србији је у једном периоду након приватизације капитала по основу Закона о својинској трансформацији из 1997. године било веома дисперзовано, озбиром да су друштва приватизовала свој капитал бесплатном поделом већинског пакета акција у тзв. првом кругу својинске трансформације и продајом преосталог, мањинског пакета акција у тзв. другом кругу својинске трансформације. У периоду од наредних неколико година извршена је секундарна продаја акција, чиме је у највећем броју друштава капитала извршена концентрација власништва у рукама једног или неколико власника, а исто се наставља и у деценији која је уследила након тога.

Због свега наведеног, власништво у друштвима капитала је углавном у рукама мањег броја акционара, што често доводи до злоупотреба већинских акционара као и до слабе заштите спољних мањинских власника.

У многим привредним друштвима је присутна повезаност власништва над капиталом и контроле, пошто су већина акционара који имају контролни пакет акција, истовремено чланови одбора директора, надзорног одбора или генерални директори а такође, има друштва која раздвајају власништво и контролу само про форма. У таквој ситуацији, друштва имају недовољан систем одговорности и надзора, злоупотреба кроз међусобне односе с повезаним лицима и неадекватног објављивања информација. Власници капитала у највећем броју случајева не раздвајају своје власништво од управљања<sup>3</sup>.

Постојање великих група повезаних привредних друштава се често користи за непоштовање права малих акционара а додатни проблем представља непостојање консолидованог рачуноводства или његово нестручно вођење.

---

<sup>3</sup> Lj. Rajnović. *Unapređenje korporativnog upravljanja u funkciji poboljšanja ekonomske efikasnosti privrednih društava*. Međunarodna konferencija održana u Beogradu, 03.10.2014. godine na temu „Menadžment, preduzetništvo i investicije u funkciji privrednog rasta i zapošljavanja, 201–214, Beograd: Institut za poslovna istraživanja MBA, 2015.

Поред наведеног, недостатак искуства у области корпоративног управљања додатни је проблем за развој привреде Србије, независни, одговорни и непристрасни органи управљања и даље су ретки у Србији, тако да недостатак квалитета у наведеном сегменту представља потенцијалну опасност за пословање друштва, државе и локалне заједнице.

Потреба увођења интерних структура и процеса заснованих на принципима правичности, непристрасности, транспарентности и одговорности није лак задатак и захтева непрекидну посвећеност друштва и благовремено уочавање проблема.

## 2. Регулаторни оквир корпоративног управљања

Иако право Републике Србије не заостаје много у области корпоративног управљања за савременим трендовима развоја ове регулативе у окружењу, ипак се свакодневно сусрећемо с неразвијеном пословном и нарочито судском праксом корпоративног управљања. Посебно је то случај кад је реч о одговорности контролног акционара, управе друштва, ревизора и других учесника на финансијском тржишту.

Корпоративно управљање у Републици Србији регулисано је донекле законодавством као и меким правом (soft law), саморегулацијом, путем кодекса корпоративног управљања, добровољно прихваћеним обавезама, и то:

- Законом о привредним друштвима, који се односи на сва привредна друштва и предузетнике, уређује њихов положај почев од оснивања до престанка правног лица, затим управљање, статусне промене,
- Закон о јавним предузећима, чији разлог доношења, према ставу законодавца, лежи у потреби професионализације рада јавних предузећа и других државних друштва капитала која обављају делатност од општег интереса, повећање њихове ефикасности, транспарентности рада и резултата и прилагођавање тржишним условима земље и окружења. Закон уводи као новину обавезу чланова надзорног одбора, директора и представника државног капитала да познају и континуирано се усавршавају у материји корпоративног управљања. Законом је предвиђено доношење програма обуке наведених лица, од стране Владе Републике Србије, али тај програм није донет, иако је од ступања на снагу закона прошло више од годину дана, нити се у пракси контролише познавање правила корпоративног управљања поменутих лица.
- Законом о тржишту капитала, који се односи на све учеснике на тржишту хартија од вредности, а уређује јавну понуду хартија од вредности и секундарно трговање, регулисано тржиште, мултилатералну трговачку платформу, отворено тржиште, инвестиционе услуге и активности, извештавање јавних акционарских друштва итд.

- Законом о преузимању акционарских друштава, којима се уређују правила за преузимање акција акционарских друштава, који се односи на све учеснике на тржишту хартија од вредности.
- Осталим законима: о порезима, стечају, јавним предузећима и сл. који се односе на све привредне субјекте.
- Кодексима корпоративног управљања (Кодекс корпоративног управљања Републике Србије, Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије, Кодекс корпоративног управљања Београдске берзе), који дају смернице за увођење добре корпоративне праксе кроз управљање и надзор над управљањем у друштвима капитала.

У последњим деценијама регулаторни оквир у Србији је побољшан, али ипак и даље стоји константна потреба унапређења пре свега правног оквира корпоративног управљања, а нарочито примена правила у пословној и судској пракси.

На основу анализе података прикупљених од привредних субјеката у Србији, стручне литературе и других јавних података, дошло се до закључка да и даље стоје баријере напретку корпоративног управљања из следећих разлога.

Као последица прописа који су регулисали поступак приватизације друштвеног и државног капитала почев од 1990. у Србији има доста концентрисаног власништва. Деведесетих година прошлог века, када је започет процес приватизације, структура власништва капитала била је релативно дисперзована, искључиво у друштвима која су приватизовала друштвени капитал бесплатном поделом акција, у првом кругу својинске трансформације, затим продајом акција под посебним условима, у другом кругу, у складу са Законом о својинској трансформацији из 1997. године.

Након примарне приватизације, дошло је до секундарне продаје акција, када је у највећем броју случајева дошло до концентрације власништва у рукама мањег броја акционара. Упоредо с овим трендом, од 2001. године, већинско учешће у капиталу друштва, једног или малог броја акционара карактеристично је за сва друштва која се приватизују, с обзиром на модел приватизације усвојен Законом о приватизацији. Због наведеног, највећи број српских друштава данас контролише један акционар с контролним пакетом акција или мала група акционара. Ова концентрисана структура власништва често доводи до злоупотреба права мањинских акционара, који, иако по закону имају много права, фактички не постоји ефекат њихове реализације.

Инсајдерска доминација и слаба заштита екстерних акционара, инвеститора у великој мери су утицале и на развој тржишта капитала у Србији, које данас чине највећим делом акције привредних друштава котиране на тржишном сегменту Београдске берзе које не захтева испуњавање ни приближно строгих услова листинга. Ипак, треба констатовати да је у протеклих неколико година забележен позитиван помак и у развоју берзанског тржишта хартија од

вредности. Такође, када је реч о трендовима развоја тржишта капитала, треба имати у виду да су регулаторне измене из 2011. године створиле повољније окружење за реализацију иницијалних јавних понуда хартија од вредности, па према томе и деконцентрацију власништва капитала акционарских друштава, што са своје стране представља додатни подстрек развоју тржишта капитала. Преостаје да се види хоће ли се наведени трендови развијати и у којој мери.

О корпоративном управљању се може говорити када постоји раздвојеност власништва над капиталом и управљања, а самим тим и контроле. Највећи број власника, који контролишу друштво истовремено су и генерални директори друштва и/или чланови одбора па су надлежни и за контролу његовог рада, а она друштва која раздвајају власништво и контролу најчешће то чине само на папиру, да би задовољили законску обавезу. Таква друштва обично имају недостатак одговорности и контроле јер већински власници, они који контролишу друштво, фактички сами себе надзиру у функцији чланова органа управљања.

Поред наведеног честе су злоупотребе кроз трансакције с повезаним лицима и лошег објављивања информација, пошто инсајдери имају приступ свим информацијама и немају мотив да их обелодане спољним лицима, што је једно од основних правила корпоративног управљања.

Такође, последне три до четири године, обилују процеси реорганизације холдинг компанија, које се често користе за експропријацију и заобилажење права појединачних акционара. Неки акционари који контролишу друштво одлучили су да воде регуларне послове – засноване на добром корпоративном управљању – и тако оставе иза себе вредну заоставштину. Други покушавају да на регуларан начин пренесу своје послове на следећу генерацију или да продају своје уделе спољним инвеститорима.

Из свега наведеног може се извести закључак да је у Србији присутан велики недостатак искуства у области корпоративног управљања што је велика је препрека за развој привреде Србије. Нажалост, јаки и независни корпоративни органи и даље су реткост, а њихови чланови често немају одговарајуће искуство и способност за обављање ових послова. Један од највећих изазова представља и успостављање квалитетног система унутрашњег надзора на свим нивоима пословања друштва и сагледавање његовог значаја за благовремено схватање проблема и отклањање потенцијалних опасности за пословање друштва.



## **VII. МОГУЋА УНАПРЕЂЕЊА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ**

У овом поглављу анализира се могућност унапређења корпоративног управљања у Републици Србији. Мада нормативни оквир Републике Србије не заостаје много у области корпоративног управљања за савременим трендовима развоја ове регулативе у окружењу, пракса корпоративног управљања у Србији је веома неразвијена, слаба је креативност, иницијатива, предузимљивост и иновативност власника, менаџера и запослених.

Привредни субјекти се нарочито свакодневно сусрећу са неразвијеном пословном и нарочито судском праксом корпоративног управљања а пре свега када се ради о одговорности контролног акционара, управе друштва, ревизора и других учесника на финансијском тржишту, које постаје све јединственије.

На тржишту капитала, које непрекидно еволуира и изискује велике реформе свих облика управљања, сви прописи који регулишу тржишне активности морају пратити промене у окружењу и благовремено се њима прилагођавати. Од степена прилагођавања модела корпоративног управљања променама, зависи и успешност модела као и његова кокурентност. Поред регулисања и сталног усавршавања нормативног оквира и праксе корпоративног управљања, за успешност реализације овог процеса, да би привредна друштва успешно функционисала, неходно је уређивање екстерних услова који су у надлежности државе и које је могуће уредити, пре свега стварање свеопштег угодног привредног амбијента за пословање, што укључује и унапређење конкуренције и нарочито борбу против корупције која је у Србији прилично изражена<sup>1</sup>.

Такође, неходно је помно пратити процесе глобализације, а пре свега долазак на тржиште и појаву конкурената као и опште интеграције земаља и компанија, које се одигравају у окружењу и целом свету, да би се сваки привредни субјект благоремео прилагодио новонасталој ситуацији.

### **1. Стање корпоративног управљања у Републици Србији**

Не улазећи у историјске аспекте корпоративног управљања, које заправо настаје са појавом привредних друштва, оно се у наш правни и привредни систем враћа са напуштањем друштвене својине о самоуправљања, мада су и у том систему били уведени неки појавни облици корпоративног управљања које, наравно, није могло опстати без власништва над капиталом.

---

<sup>1</sup> Кодекс корпоративног управљања РС.

Може рећи да у нашем систему корпоративно управљање у правом смислу речи, настаје тек доношењем првог закона о приватизацији, Закона о друштвеном капиталу и Закона о предузећима из 1989. године. Касније се унапређује се усвајањем новог Закона о предузећима 1996. године, као и изменама и допунама тог закона које су касније уследиле, а сада је нешто целовитије уређено Законом о привредним друштвима, Закона о јавним предузећима и другим пратећим законима.

Закон о јавним предузећима прописао је обавезу за чланове надзорног одбора, директоре јавних предузећа, предузећа у 100% власништву Републике Србије, Аутономне покрајине, јединице локалне самоуправе, директоре зависних друштава јавних предузећа, предузећа у 100% власништву државе и представнике државног капитала свих друштава која обављају делатност од општег интереса да познају правила корпоративног управљања а чланови надзорног одбора имају обавезу сталног усавршавања у области корпоративног управљања<sup>2</sup>. Истовремено, прописана је обавеза Владе Србије да донесе програм обуке и усавршавања наведених лица али до данас, после више од годину дана од дана ступања на снагу закона програм није донет.

Дакле, уређивањем корпоративног управљања у важећем нормативном систему, онаквом какав јесте, не значи да су самим тим разрешени многи проблеми и питања поводом остваривања тог система, јер пракса указује да тај систем треба дограђивати, а посебно да треба унапређивати оснивачке и друге акте привредних друштава, како би у што већој мери заживело корпоративно управљање.

Потребно је свакако и време, као и крупнији заокрети у пракси, све у циљу уважавања и остваривања нових правних и економских института који чине корпоративно управљање. Јер, разне противзаконите појаве, посебно злоупотреба права од стране већинских акционара (чланова доо.), али и од стране мањинских акционара указују и на то да до злоупотреба права не долази само због непознавања постојећих прописа, већ и негирања примене истих.

Из питања која се постављају у пракси, несумњиво се може констатовати да постоје оправдани разлози и потреба за ближим обрађивањем корпоративног управљања, како би се стручним лицима и руководећем особљу уопште у привредним друштвима и овим путем пружила стручна помоћ у обрађивању и решавању свакодневних питања из области корпоративног управљања, као и секретарима јавних акционарских друштава, али и другима који се баве проблематиком акционарства укључујући и друштва са ограниченом одговорношћу.

---

<sup>2</sup> Закон о јавним предузећима РС (*Службени гласник РС*, бр. 15/2016).

Главни проблем корпоративног управљања јавља се у групи привредних друштава која су приватизована моделом масовне инсајдерске приватизације, преносом акција запосленима без накнаде, а по основу радног стажа. У нешто мањој форми овај проблем се јавља код привредних друштава која су приватизована аукцијском и тендерском приватизацијом, код којих постоји власник с доминантним учешћем у капиталу. У овом случају је интензитет власничке контроле висок. Остаје отворено питање заштите власничких права мањинских власника. Главно средство заштите њихових права треба да буде ефикасно тржиште.

## **2. Унапређење правног оквира корпоративног управљања и добре праксе**

Нормативни систем корпоративног управљања чине, у првом реду, одредбе ЗОПД, других њему пратећих закона, затим Кодекс корпоративног управља Републике Србије, Кодекс корпоративног управљања који је донела Скупштина Привредне коморе Србије (коме се могу ставити озбиљне примедбе), као и оснивачки и други акти привредних друштава ад. и доо. и статути ад. У аутономно уређивање корпоративног управљања спадају и уговори о уређивању односа између ад. и чланова управног одбора.

И поред толиког броја норми о корпоративном управљању у пракси и даље постоје појаве које су супротне важећим нормама, а које на одговарајући начин нису санкционисане, што је посебно карактеристично за већа привредна друштва која су ад. у којима је државни капитал већински и у којима се држава не понаша у свему као акционар, већ и као носилац власти. Може се, такође, рећи да се у појединим приватним компанијама корпоративно управљање практично своди на доношење стратешких одлука од стране власника и њихово извршавање од стране разних директора, док су органи тих друштава маргинализовани. Анализом проблематике која је предмет овог рада, несумњиво се може закључити да изузетну пажњу треба посветити нормативном уређивању корпоративног управљања у актима привредних друштава у Србији и то на начин који ће обезбедити пожељан систем нормативног уређивања и функционисања свих органа у том систему, имајући у виду дате околности у друштву. Писање норми о корпоративном управљању у актима друштава је изузетно сложен посао и тако га треба и посматрати, при чему посебну улогу имају секретари акционарских друштава. У Прилогу 3. овог рада, је приказан пример позиције инвеститора, који је у поступку инвестирања у акције, извршио све потребне радње и поступке, по инструкцијама, уз контролу државних органа надлежних за трансакције са акцијама, у свему у складу са нечелом савесности и поштења и при том у зависности од даљих судских инстанци може бити у позицији да малим акционарима исплати превелику непланирану суму новца, без своје кривице. При том, у таквој позицији је у последњих годину и по дана, још око 30 домаћих добрих привредних друштава и банака. Последица наведеног је, непрецизна одредба закона који регулише материју привредних



друштва, нестручност државних органа и уверење суда. На основу описаног случаја и других њему сличних, може се закључити да је потребно много рада да би се остварила основна премиса улагања инвеститора – савесност и поштење као и владавина права.

Закон непосредно путем конгентних норми уређује само она питања која су од значаја за положај компаније, положај власника капитала, док многа питања препушта самосталном уређивању власника капитала. и управо зато што не мали број питања која треба уредити самостално на корпоративним основама нису уређена или су у оснивачком акту уређена супротно Закону, у пракси се јављају разне појаве, као што су блокаде у одлучивању, злоупотреба права од стране појединих чланова, невршење права, употреба имовине друштва као своје приватне имовине, неоправдано покретање разних спорова и онда када за то нема правног основа и сл., а све у циљу да би се онемогућило нормално функционисање друштва и остваривање права других чланова друштва. Реч је у суштини о томе да многи власници компанија нису схватили положај компаније, нити свој положај чланова у њој.

При свему томе треба имати на уму да и сам компанијски закон није доследан у извођењу важнијих решења о функционисању овог друштва. Тако, нпр. закон не обавезује да се у оснивачком акту уграде одредбе о превазилажењу случаја блокаде при одлучивању, нарочито код друштва са ограниченом одговорношћу, али зато предвиђа да се то питање може (значи не мора) уредити у уговору чланова друштва, који није обавезан акт.

Руковођени тиме да ово питање није обавезни елемент оснивачког акта, многа друштва га уопште и не уређују, тако да се нађу затечена ако дође до блокаде у одлучивању. Слично је и с неким другим питањима која закон не предвиђа као обавезне елементе оснивачког акта, а поводом којих у пракси настају различити проблеми и спорови.

### **3. Стање корпоративног управљања у акционарским друштвима**

Када се посматра нормативни оквир који регулише материју корпоративног управљања у акционарским друштвима показало се потребним да се унапреде пре свега, одредбе закона који уређује материју привредних друштава, што се односи и на одредбе закона који уређују управљање у јавним акционарским друштвима. Потребу за уређивањем појединих института исказала је пракса у примени прописа који су нејасно дефинисали нека питања која се често постављају у примени одредби закона који уређују материју акционарских друштава. Поред наведеног, може се закључити да је организација управљања акционарским друштвима, нарочито дводомно управљање, ипак скупа, непотребна и неефикасна за ниво економског развоја у Србији.

У погледу начина регулисања управљања у основним актима акционарских друштава пракса је веома различита, нарочито због различитих приступа при усаглашавању аката са законом. Велики број акционарских друштава је приступио овом усаглашавању више с формалног аспекта, да би се испунила законска обавеза, тако што је донета одлука о усаглашавању, у којој су обухваћена само нека питања управљања, односно ово питање је поднормирано, а кодекси корпоративног управљања су у највећем броју друштава усвојени само зато што је то закон прописао као обавезу, и служе само у промотивне сврхе.

Због наведеног, може се рећи да управљање друштвима није уређено на задовољавајући начин, посебно када је реч о самом нормирању, ни у законским одредбама, нити у актима друштва, иако је задовољило форму. Управо се због тога и јављају многа питања о којима се дају различита мишљења надлежних државних органа, стручне јавности и других привредних субјеката

Нарочито се указује на озбиљан проблем у положају појединих акционарских друштава која су, због нејасноће прописа и погрешног тумачења у пракси, успостављена као отворена акционарска друштва, а сасвим је извесно да тај положај не треба да имају. Тако, на пример, постоје друштва која су настала као отворена акционарска друштва, по основу приватизације друштвеног капитала или на друге начине, а која имају веома мали број акционара, на пример три, пет, петнаест, тако да због положаја који имају као јавно акционарско друштво, морају имати све законом прописане органе, рецимо независне чланове управног одбора, извршни одбор и др. а извесно је да је њиховој величини, делатности, плановима неодговарајуће организовање управљања као у осталим, нарочито већим јавним акционарским друштвима. Овим друштвима једини је излаз да се организују као друштва са ограниченом одговорношћу, с тим што је и за то потребна сагласност Акционарског фонда/Државе, ако тај фонд има макар само једну акцију тог друштва, што је чест случај у пракси.

Наиме, у складу с одредбама закона којим се уређује приватизација, прописано је да привредно друштво које у структури капитала има акције у власништву Акцијског фонда или акције које тај Фонд продаје у име и за рачун другог лица, не може вршити промену правне форме, из акционарског друштва у друштво са ограниченом одговорношћу, нити јавно акционарско друштво може постати затворено, без сагласности надлежних органа државе, без обзира на проценат учешћа Акцијског капитала. Овим се не дозвољава могућност да јавна акционарска друштва у којима је држава акционар постану затворена акционарска друштва, која не подлежу јавном промету акција, што је у супротности с основним принципом, односно законским одредбама да се акције наведених институција продају на јавно организованом тржишту хартија од вредности и принципима корпоративног управљања.

### 3.1. Нека отворена питања

У пракси има и других питања, која дирају у правила корпоративног управљања, како с аспекта интереса друштва, тако и положаја и интереса акционара и других интересних група, као што су:

1. питање услова за реализацију принудног откупа и утврђивање цене акције;
2. питање одобрених а неиздатих акција;
3. питање лица које се сматра акционаром друштва;
4. право гласа акционара и ограничења у актима друштва и
5. право пречег уписа новоиздатих акција итд.

#### 3.1.1. Принудни откуп акција

Једно од питања које највише погађа већинске власнике капитала, само друштво, повериоце, државу и друга лица, у последњих неколико година, јесу непрецизно дефинисани законски услови за реализацију принудног откупа акција и за те потребе утврђивање цене акције и различита тумачења законских одредби. Ови проблеми погађају интересе тридесетак великих и успешних привредних друштава у Србији, због чега она могу да претрпе велику штету, што је непримерено начелу савесности и поштења као једном од основних начела у пословном свету и супротном владавини права и уједно добрим принципима корпоративног управљања.

Наиме, одредбом члана 515. Закона о привредним друштвима<sup>3</sup> прописано је да акционар *„који има акције које представљају најмање 90% основног капитала друштва и који има најмање 90% гласова свих акционара који поседују обичне акције”* кога закон означава као *„откупилац”* има могућност да предложи скупштини привредног друштва да донесе одлуку о принудном откупу свих акција преосталих акционара друштва.

Такође, акције које поседују лица повезана с откупиоцем сматрају се акцијама које има откупилац, под условом да су та лица повезана с откупиоцем у периоду од најмање годину дана пре доношења одлуке о принудном откупу.

Закон дозвољава да се статутом друштва могу предвидети ограничења за принудни откуп акција и то у смислу недопуштања спровођења принудног откупа или се може прописати већи проценат учешћа откупиоца у основном капиталу друштва као претходни услов за принудни откуп.

---

<sup>3</sup> Члан 515. Закона о привредним друштвима.

Статутима циљних друштава погођених непрецизном законском одредбом и различитим тумачењима у пракси нису предвиђена никакава ограничења за принудни откуп акција.

Наиме, за спровођење принудног откуп акција од акционара, закон прописује постојање два кумулативна услова:

- први услов, да откупилац има акције које представљају најмање 90% основног капитала друштва, без обзира на основ стицања, и
- други услов, да откупилац, односно лица с којима делује заједнички, има најмање 90% гласова свих акционара који имају право гласа, односно обичних акција, дакле 90% обичних акција целокупног основног капитала друштва.

Друштва су у основном капиталу имала само једну класу акција – обичне акције с правом гласа, тако да су предмет понуде за преузимање и принудног откупа биле и, могле су бити само обичне акције акционара, с обзиром да су друштва емитовала само наведену класу акција.

Приликом спровођења принудног откупа акција, откупиоци су дужни да акционарима изврше исплату цене акције која се одређује сходном применом одредаба Закона о исплати несагласних акционара (члан 475. ЗОПД), што значи да исплате највишу цену утврђену једном од следећих метода:

- књиговодствене вредности акција,
- тржишне вредности акција, или
- процењене вредности акција,

све у складу са одредбама ЗОПД, односно, исплату по цени акције стеченој у понуди за преузимање акција уколико су се стекли услови из члана 523. ЗОПД.

У складу с прописима Европске уније, закон је, као паралелни институт принудног откупу, да би мањински акционари у погледу продаје својих акција били у истој позицији као контролни акционар, дакле, ради једнаких права друге стране, регулисао – институт принудне продаје и прописао да је контролни акционар који стекне акције које представљају најмање 90% акција основног капитала друштва, независно од основа стицања, обавезан да купи акције сваког преосталог акционара на његов писани захтев достављен друштву, чиме се сматра да је на тај начин достављен и контролном акционару (члан 522. ЗПД).

Приликом спровођења принудне продаје акција откупилац је такође дужан да акционарима изврши исплату цене акције која се одређује:

- сходном применом одредаба Закона о исплати несагласних акционара (члан 522. ЗПД),
- односно по цени акције стеченој у понуди за преузимање акција (члан 523. ЗПД).

Закон такође предвиђа изузетак у погледу утврђивања цене акција у случају понуде за преузимање, који су у поменутом случају откупиоци користили, и прописује да уколико је код принудног откупа, откупилац путем понуде за преузимање стекао два напред наведена кумулативна услова за принудни откуп акција (из члана 515. став 1. ЗПД), он има право да у року од три месеца од дана истека понуде за преузимање спроведе принудни откуп акција по цени акције из понуде за преузимање, ако је у складу са законом којим се уређује преузимање акционарских друштава:

- искључиво путем добровољне понуде за преузимање упућене свим преосталим акционарима за све њихове акције стекао најмање 90% акција које су биле предмет те понуде, а предмет понуде су биле обичне акције Друштва или
- ту понуду за преузимање спровео као обавезну (у овој тачки закон помиње као услов стицање само понудом за преузимање а не и коме је упућена и за које акције).

Такође, у случају принудне продаје акција, преостали мањински акционари имају право на продају својих акција по условима из понуде, односно по цени акције из понуде за преузимање у року од три месеца од дана истека понуде за преузимање. По истеку наведених рокова, утврђивање цене акција код остваривања права на принудни откуп и права на продају акција врши се у складу с применом одредаба закона о исплати несагласних акционара.

У свим поступцима принудног откупа акција биле су евидентиране исте чињенице:

- Друштво је издало само обичне акције,
- Откупилац акција је заједно с лицима с којима је заједнички деловао, пре упућивања понуде за преузимање поседовао одређени проценат акција с правом гласа,
- Преостале акције биле су у поседу малих акционара,
- Након окончања понуде за преузимање откупилац је прешао праг од 90% акција,
- Након успешно окончане понуде, откупилац је упутио скупштини Друштва предлог да донесе одлуку о принудном откупу свих акција преосталих акционара друштва по цени акције из понуде за преузимање, сходно одредби члана 523. ЗПД, дакле воља откупилаца била је да акције стекне само и искључиво по наведеној цени, у противном не би

упућивали понуду за преузимање нити доводили друштво у ситуацију солидарне одговорности коју закон прописује,

- Скупштине друштава су донеле одлуку о откупу акција, откупиоци су проследили обавештење акционарима о принудном откупу акција и јавно објавили своју намеру откупа у складу са законским прописима,
- Сва потребна документа за принудни откуп акција су достављана Централном регистру, депоу и клирингу хартија од вредности (у даљем тексту: Централни регистар), који је пратио наведени процес и спровео трансакцију по цени акције из понуде за преузимање, сматрајући да је цео поступак заснован на закону. Поступак салдирања код Централног регистра завршен је у року од три дана,
- Комисија за хартије од вредности (у даљем тексту: Комисија) као регулаторно тело на тржишту хартија од вредности није упутила никакве примедбе на поступак који се спроводио на тржишту по цени утврђеној на исти начин, нити је било која заинтересована страна реаговала код надлежних државних органа у циљу примедби на цену акција из принудног откупа.

Тек након тако спроведених поступака принудног откупа уз учешће државних органа и пре свега Комисије за хартије од вредности која је и регулаторно тело учесника на тржишту хартија од вредности, мали акционари чије су акције биле предмет принудног откупа, код надлежних судова одмах по окончању поступака принудног откупа, започели су поступке којим су тврдили да цена акција није утврђена на основу закона, већ су тражили да цену утврди суд у судском поступку, што им је суд у неколико окончаних случајева до сада удовољио. Насупрот ставу откупиоца и поменутих државних органа који су спроводили принудни откуп, мали акционари су другачије тумачили законске одредбе и тврдили су да су откупиоци, да би стекли право на исплату акција по цени из понуде за преузимање, били обавезни да откупе 90% акција рачунајући само акције које су биле у поседу малих акционара (дакле, 90% акција од мањинског пакета који је могао да износи највише 10% акција укупног основног капитала у моменту стицања услова за принудни откуп), односно да 100% акција за стицање наведеног услова представљају само акције малих акционара.

Наиме, ЗПД јасно дефинише испуњење два кумулативна услова на страни откупиоца, за спровођење института принудног откупа акција и то:

- да поседује акције које представљају најмање 90% основног капитала друштва и
- да има најмање 90% гласова целокупног основног капитала друштва, а изузетак само у погледу утврђивања цене,

Централни регистар, као државни орган који је спроводио принудни откуп, могао је да одбије наведену трансакцију уколико сви услови, укључујући и цену, нису у складу са законским прописима. У пракси се увек Централни регистар обрати Комисији са захтевом за консултацију или мишљење. Централни регистар је прихватио све услове промета, укључујући и цену и прокњижио промену власника, третирајући цео процес регуларним.

Комисија за хартије од вредности је заузела исти став, који је јавно објавила на свом сајту, у погледу цене принудног откупа акција у другим сличним случајевима.

Уколико би се тумачење малих акционара узело као основано, тј. да се у обзир морао узети само проценат акција малих акционара, не би уопште постојала могућност спровођења принудног откупа акција, пошто не би било наведених услова за принудни откуп, који би се морали рачунати само у односу на преостали део.

Такође, термин *„90% акција које су биле предмет те понуде“* закон не помиње као услов стицања у случају из поменутог изузетка, а нема никаквог јасног и недвосмисленог основа да се одредбе поменута два става другачије тумаче нити да закон прави разлику између услова принудног откупа у случају добровољне понуде и обавезне, у наведеним одредбама.

Због свега изнетог, разуман закључак би могао бити да је откупилац спровео поступак принудног откупа акција и исплатио цену акције у свему у складу са законским прописима али и својом вољом, јер куповина акција представља уговор, а битни елемент уговора о куповини је цена, па би се могло поставити питање ваљаности уговора ако је откупилац био у заблуди поводом цене акција.

Став Централног регистра и Комисије јесте да су општи услови за спровођење принудног откупа акција прописани чланом 515. а чланом 523. само изузетак у погледу цене акција након стицања акција у поступку преузимања. Такође, у пракси се по тумачењу Комисије не прави разлика, у положају откупиоца у погледу исплате висине цене за акције у случају добровољне и обавезне понуде за преузимање. Нема основа да законодавац ставља једног откупиоца у повољнији положај. Наводи одредбе члана 523. став 1. такча 1. и то речи *„упућене свим преосталим акционарима за све њихове акције“* без основа су и непотребне, с обзиром да је понуда за преузимање дефинисана Законом о преузимању акционарских друштава, који као *lex specialis* прописује да се понуда *мора* упутити свим преосталим акционарима и то *за све њихове акције*. Исто тако термин *„стекао најмање 90% акција које су биле предмет те понуде“* односи се да наведени проценат целокупног основног капитала.

Такође, у свим прописима који регулишу материју хартија од вредности када се помиње термин „Лице које је на основу понуде за преузимање стакло” на пример „75% акција с правом гласа” – члан 6. став 3. став 4. Закона о преузимању, законодавац не мисли да је неопходно да свих 75% стекне само на основу понуде за преузимање, већ да је последњи основ стицања било које количине акција којом је досегао праг од 90% била понуда за преузимање. Исто тумачење, ако га законодавац није прецизно дефинисао, морало би се применити и у случају одредбе члана 523. став 1. тачка 1. да је откупилац заједно с акцијама које је стекао понудом за преузимање досегао проценат од 90% акција укупног основног капитала.

Поред наведеног, морала би се ценити и савесност малих акционара у целом поступку, који су најмање петнаест дана пре доношења одлуке скупштине о принудном откупу акција, имали сазнање о цени акција коју је откупилац имао намеру да понуди у поступку принудног окупа, дакле скоро два месеца пре дана салдирања у Централном регистру и уопште нису реаговали код Централног регистра нити Комисије за хартије од вредности.

Закон прописује широке надлежности Комисије, која врши надзор и прати пословање над свим учесницима тржишта хартија од вредности: пословима издаваоца и јавних друштава, извршавање обавезе извештавања, Централног регистра итд. Комисија по службеној дужности као и праћењем, прикупљањем и провером података и сазнањем из других извора, што је могуће и од малих акционара, долази до информација о евентуалном нарушавању правила и закона на тржишту и надзорним мерама налаже отклањање незаконитости и неправилности.

Дакле, да су мали акционари реаговали код наведених органа и да су надлежни органи њихов захтев оценили као основан, принудни откуп по наведеној цени не би био реализован. Нико није поставио питање зашто мали акционари нису користили врло ефикасно средство за заштиту својих права, него мирно чекају окончање исплате из принудног откупа, а суду се обраћају скоро двадесет дана након потпуно окончаног салдирања код Централног регистра.

Комисија је, као регулаторно тело на тржишту хартија од вредности, заузела став број 2/0-03-154/2-12 од 22.03.2012. године, из кога произилази да је по захтеву мањинског акционара, контролни акционар обавезан да изврши откуп његових акција ако у моменту примене ЗОПД има потребан праг од 90% акција основног капитала по цени која се одређује сходном применом одредаба о исплати акција несагласних акционара а „...одредбама члана 523. је прописан изузетак који се односи на право откупиоца... спроведе принудни откуп под условима из понуде за преузимање...”

Поред напред наведеног, имајући у виду наведени став и примену принципа *a contrario*, логично је извести закључак да у случају одредбе из члана 523.



став 1. откупилац има право да исплати акције у поступку принудног откупа, по цени из понуде за преузимање ако је последњи основ стицања акција била понуда за преузимање и ако је њоме прешао предвиђени праг за принудни откуп.

У супротном, принудни откуп на основу одредбе из члана 523. став 1. тачка 1. уопште не би био могућ јер би:

- новим законом биле постављене нове границе (стицање 90% акција од преосталог дела) за принудни откуп а с друге стране
- применом института принудне продаје и принудног откупа, контролни акционар и мали акционари не би били у истој позицији што је основни смисао оба института, односно мали акционари би били преферирани.

Наведено би било супротно циљу поменутих института а то је стављање обе категорије акционара у паралелан, односно исти положај и то контролног акционара приликом права на принудни откуп, односно мањинских акционара приликом принудне продаје.

У односу на ранији закон који је регулисао материју привредних друштава и раније одредбе закона о преузимању, праг за спровођење принудног откупа/продаје је смањен са 95% на 90, управо да би се наведени поступци фаворизовали, а погрешним тумачењем и ставом који је у неколико предмета заузео суд, принудни откуп би био блокиран.

Привредним субјектима је нажалост познато да врло често у Србији исто министарство као и правни стручњаци по истом питању дају различита мишљења. Тако је приликом спровођења првог случаја принудног откупа Централни регистар, пре примене спорне одредбе, тражио мишљење министарства надлежног за привреду и добио усмено тумачење наведене норме, у смислу оправданости утврђене цене акција из понуде за преузимање откупиоца, на основу чега је, дотадашње дугогодишње праксе и мишљења других правних стручњака, Централни регистар омогућио спровођење принудног откупа на начин како су сви откупиоци започели поступак.

Уврђивање цене акција на начин како наводе мали акционари, применом члана 516. односи се само на принудни откуп ако нема места примени изузетка из члана 523. ст. 1. тачка 1.

Чланом 521. ст. 1. је јасно и недвосмислено прописано да сваки акционар друштва чије су акције предмет принудног откупа који сматра да цена коју је утврдило друштво „у складу са чланом 516. овог закона” није утврђена у складу са законом може у прописаном року тражити да надлежни суд у ванпарничном поступку утврди вредност тих акција у складу с овим законом. Логично је тумачити да се овом одредбом говори о могућностима

мањинских акционара да траже да суд утврди цену само у случају ако је цена акције утврђена у складу са чланом 516. а никако у случају утврђивања цене применом изузетка из члана 523. ст. 1. тачка 1.

Посебно, може се указати на немогућност утврђивања цене акција применом одредбе 516. у спорном случају, из следећих разлога.

- Чланом 516. став 3. је прописано да је друштво дужно да у складу „са чланом 475. овог закона утврди цену акција” које треба да буду предмет откупа у року од 30 дана од дана доношења одлуке о принудном откупу акција и да о томе обавести Централни регистар, „у супротном одлука о принудном откупу престаје да важи.”
- Дакле, пошто откупилац није утврдио цену у складу са чланом 475. јер је сматрао да нема обавезу, одлука о принудном откупу је остала на снази и Централни регистар ју је спровео. Ако би се прихватио став предлагача, онда одлука о принудном откупу није могла бити на снази и принудни откуп не би био спроведен, односно био би супротан законском пропису, ништав. Све наведено је Централни регистар свакако имао у виду и одобрио је принудни откуп.
- Даље, чланом 516. став 4, прописано је да је откупилац је у обавези да на посебан рачун код Централног регистра отворен за ту намену „депонује средства за исплату цене акција из става 3. овог члана најкасније у року од осам дана од дана обавештавања Централног регистра...” Чланом 516. ст. 5. је прописано да у случају да откупилац „не поступи у складу ставом 4. овог члана одлука о принудном откупу престаје да важи.”
- Законски услов из последња два става члана 516. у случају принудног откупа применом члана 523. ст. 1. тачка 1. за откупиоца представља немогућ услов, што има исто дејство као и да не постоје. Противник предлагача није депоновао наведена средства, одлука о принудном откупу није престала да важи.
- Такође, чланом 516. став 6. је прописано да Акционарима чије су акције предмет принудног откупа Централни регистар исплаћује цену из става 3. тог члана „из депонованих средстава у даљем року од три дана”. Депонованих средстава на у том периоду било на рачуну тачно онолико колико је откупилац понудио што и поменути услов чини немогућим, па се поставља питање како спровести законску одредбу ако је услов немогућ?
- Поред наведеног, чланом 521. став. 2. прописано је да ако је захтев мањинског акционара ради утврђивања цене акција, поднет суду у складу са ставом 1. члана 521. надлежни суд ће о томе одмах обавестити Централни регистар „ради обустављања исплате цене акционарима чије су акције предмет принудног откупа”. Исплата цене акција је извршена, што потврђује непримењивост одредби о утврђивању цене из члана 516. ЗОПД на конкретан случај.

За откупиоце, Централни регистар и Комисију за хартије од вредности, цена акција била је неспорно тачно утврђена, одлука о принудном откупу није престала да важи, принудни откуп је спроведен а након тога многи откупиоци су брисани из регистра јавних акционарских друштава, јер су променили правну форму, што такође представља још један разлог немогућности спровођења било какве накнадне исплате цене акција акционарима, с обзиром да Централни регистар нема евиденцију акционара, нити Комисија за хартије од вредности било какве ингеренције над затвореним друштвом.

Такође, успех предлога предлагача у судском поступку имао би дејство колективне тужбе према свим осталим акционарима у истој позицији што представља још једну немогућност утврђивања цене акције по члану 516. ЗОПД, обзиром на немогућност исплате разлике у цени од стране Централног регистра и евентуалну још већу штету откупиоцима, узроковану слабом законско регулативом и пропустом регулатора нормативног оквира.

Дакле, члан 515. став 1. ЗОПД прописује услове за принудни откуп акција и наводи да „*на предлог акционара*„ који има акције које представљају најмање 90% основног капитала друштва и који има најмање 90% гласова свих акционара који поседују обичне акције скупштина доноси одлуку о принудном откупу свих акција преосталих акционара друштва и то „*уз исплату цене која се одређује сходном применом одредаба овог закона о исплати несагласних акционара*.” Наведеном одредбом законодавац је дао опцију откупиоцу који има (већ поседује) прописани проценат акција и гласова, да принудно откупи акције акционара по законом утврђеној цени – цени из члана 475. и тачно утврђеном поступку (напред наведени чланови – 516. и 521. ЗОПД).

На акционара који нема услове наведене у члану 515. ст. 1. (у смислу наведених процената акција/гласова) а стекао их је понудом за преузимање, има право да у року од три месеца од дана истека понуде за преузимање спроведе принудни откуп акција по цени из понуде за преузимање, при чему су услови за понуду за преузимање, као што смо раније навели, прописани Законом о преузимању акционарски друштава и неспорно подразумевају стицање наведеног процента укључујући и оне акције које је откупилац већ имао у моменту давања понуде за преузимање.

Дакле, у случају принудног откупа акција, опцију за куповину акција има акционар (откупилац) ако има најмање 90% акција и гласова издаваоца. Према основним принципима акционарства, принудни откуп и принудна продаја су паралелни институти. Право које има откупилац у принудном откупу имају и мањински акционари у принудној продаји. Чланом 522. ЗОПД прописани су услови за принудну продају, који обавезују контролног акционара који *стекне* акције које представљају најмање 90% основног

капитала друштва да купи акције сваког од преосталих акционара друштва на његов писани захтев, по цени по којој се исплаћују несагласни акционари.

Овде се говори да стицање прописаног процента акција подразумева постизање наведеног прага рачунајући све акције издаваоца, дакле 90% свих акција, укључујући и акције које контролни акционар већ поседује, у противном принудни откуп/продаја не би били могући, а обзиром да су институти принудни откуп и продаја паралелни институти, не може се у првом случају омогућити принудни откуп у моменти када контролни акционар има 90% акција с правом гласа, а код принудне продаје 90% од 10% како тумачи предлагач.

На основу изнетог, оба института се могу спроводити достизањем прописаног прага акција рачунајући све акције издаваоца, уз исплату цене акција по којој се исплаћују несагласни акционари а једини изузетак представља цена акције ако је прописани праг стечен преузимањем у смислу одредаба Закона о преузимању акционарских друштава.

Дакле, регулатор нормативног оквира учинио је спорним и тиме дао могућност произвољног тумачења поменутих битних одредби ЗОПД које се односе на утврђивање цене акција приликом принудног откупа чиме је ставио у неповољну ситуацију привредне субјекте.

### **3.1.2. Одобрене неиздате акције**

Опис законског режима одобрених неиздатих акција дат је у одредбама закона који уређује материју привредних друштава као императивна норма, тако да се основни правни институти, дати у закону, не могу другачије уређивати у оснивачком акту или статуту друштва. Међутим, одобрене неиздате акције могу се уводити само ако је то предвиђено актом, тј. уговором о оснивању друштва, односно уговором о организовању друштва донетим ради усаглашавања са законом или уговором о организовању друштва због статусних промена и сл. У многим актима се и не предвиђа могућност одобрених неиздатих акција. Дакле, само ако су у акту друштва предвиђене одобрене неиздате акције исте се могу издавати одлуком надлежног органа. Законска је претпоставка да одлуку о издавању одобрених акција доноси скупштина акционара, осим ако је актом друштва предвиђено да ту одлуку може донети и управа друштва.

Ово је случај када се актом делегира, тј. преноси доношење наведене одлуке са скупштине на управу друштва. Ако таквог правног основа нема у акту друштва, у том случају одлуком скупштине не може се доношење наведене одлуке пренети на управни одбор. Издавањем одобрених неиздатих акција не може се повећати основни капитал друштва из средстава друштва, без обзира на то што би одлуку о томе донела скупштина. Наравно, из средстава друштва

(нераспоређена добит и резерве) не може се повећати основни капитал ни по другим основама ако друштво има губитак у пословању.

Одредбама овог закона је уређено да акционарско друштво може имати:

- емитоване (издате) акције, које чине његов капитал
- одобрене – неиздате акције, које су одобрене од надлежног органа да буду издате када то одговара друштву, дакле за њих још увек није објављен позив за продају, нити су уписане, нити се пријављују Централном регистру.

При томе, предмет рачуноводственог и финансијског евидентирања су само емитоване акције (продате или пренете без накнаде). У пословним књигама друштва евидентиран је основни капитал друштва који настаје улозима већег броја акционара, а за те улоге акционарима су издате акције. Односно, основни капитал акционарског друштва једнак је производу броја емитованих акција и њихове номиналне вредности. Ова формула је, пре свега, карактеристична за почетну ситуацију оснивања акционарског друштва јер оно свој почетни капитал формира продајом прве, оснивачке емисије.

У каснијим периодима пословања друштва могу имати потребу повећања капитала. Међутим то повећање капитала може бити контролисано тако што ће се вршити искључиво према одредбама акта, односно по одлуци скупштине друштва и што ће се лимитирати ниво до кога се основни капитал може повећавати емисијом нових акција без посебне одлуке скупштине друштва. Управо је у томе суштина одобрених, неиздатих акција. Наиме, одредбама овог закона омогућено је акционарском друштву да има поред издатих акција и неиздате акције које су одобрене за издавање (одлуком скупштине акционара или пак у самом оснивачком акту) с овлашћењем управе друштва да их изда када оцени да је то са становишта интереса акционарског друштва најповољније. Реч је заправо о одобреном повећању основног капитала друштва који ће уследити тек издавањем нових акција, у оквиру одобреног повећања. Дакле, доноси се начелна одлука – одобрење актом или на скупштини о издавању одобрених (неиздатих) акција, а управа ће самостално одлучити када ће извршити одобрено повећање капитала, и до ког износа у оквиру лимитираног одобреног повећања.

Управо је то специфичност овог начина повећања основног капитала – обавља се по претходном одобрењу скупштине, а спроводи по извршној одлуци управе као органа који најбоље може да осети потребу повећања капитала друштва и да то брзо изведе, и то без претходног сазивања скупштине и доношења одлуке о томе. Оваква слобода управе контролисана је износом претходно одобрених (неиздатих) акција који је скупштина одредила, и који не може бити већи од 50% од броја издатих обичних акција у време када је овај број одређен оснивачким актом друштва.

Из напред наведеног, а имајући у виду одредбе закона, следи закључак да се одобрене неиздате акције не могу издавати ако то није предвиђено у акту друштва и ако у њему нису уређена питања на која упућује наведена одредба. У актима друштва, у којима је предвиђено издавање одобрених акција, може се рећи да је то питање углавном непотпуно уређено. Ако је у акту предвиђено да одлуку о издавању акција по овом основу доноси управа, то овлашћење, по истеку рока из закона, својом одлуком може продужити скупштина. Издавање одобрених акција врши се у складу са законом којим се уређује тржиште хартија од вредности што подразумева прописану процедуру емисије, одобравања проспекта од стране Комисије за хартије од вредности, и сл.

Поводом издавања одобрених неиздатих акција постојећи акционари друштва имају право пречег уписа, осим ако се те акције издају у року од шест месеци од дана уписа друштва у Регистар. Међутим, важно је нагласити да по одредбама сада важећег закона којим се уређује тржиште хартија од вредности, не постоји правна могућност повећања капитала путем затворене емисије с правом прече куповине постојећих акционара, већ само јавном понудом, путем дистрибуције акција неодређеном броју непознатих лица ради повећања капитала, где постојећи акционари могу користити право прече куповине акција нове емисије.

Оно што се може користити при издавању одобрених неиздатих акција, а што би било у интересу друштва, јесте могућност укидања или ограничења права пречег уписа ових акција, што се може предвидети оснивачким актом, статутом или одлуком скупштине, на пример ако ове акције треба да се издају стратешком партнеру. Управни одбор може ограничити или укинути право пречег уписа ових акција, ако му је такво овлашћење дато у оснивачком акту, не и у статуту, нити одлуком скупштине акционарског друштва.

Повећање капитала се може вршити издавањем обичних и (или) повлашћених акција. Правило је да одлуку о томе доноси скупштина друштва, али се ово овлашћење оснивачким актом може пренети на управни одбор друштва. Интерес је многих друштава, односно власника обичних акција (који доносе одлуке на скупштинама) да се у што већој мери издају и продају приоритетне (повлашћене) акције, а које су без права гласа. Тиме се фактички остварује прилив новчаних средстава, а не мења се постојећа власничка структура гласова, осим у случајевима који су Законом предвиђени. Овакво посматрање, захтева да се овој групи акционара обезбеде нека друга права, пре свега право на дивиденду. У другом случају, када се издају обичне акције, с правом гласа, долази до промене постојеће власничке структуре, односно у зависности од тога ко и колико купује нове акције, долази до промена у саставу скупштине.

### **3.1.3. Ко може бити акционар**

Од правила да се акционаром друштва сматра само оно лице које је уписано у Централни регистар постоје изузеци, када лице коме је престао статус акционара

и које је брисано из Централног регистра, има право гласа, ако је на дан акционара било акционар, а пре скупштине продало акције и брисано из Централног регистра, односно дивиденда припада ранијем акционару који је на дан дивиденде био акционар.

### **3.1.4. Право гласа акционара**

Уређивање и остваривање права гласа акционара и ограничења остваривања тог права у актима друштва (или ограничења и без одређивања у актима, на пример само у јавном позиву за скупштину) веома су осетљива питања, поводом којих у пракси постоји већи број противзаконитих случајева, због којих се могу побијати одлуке скупштине. Као што је, наиме, познато, према решењима ранијег Закона о предузећима било је могуће да се статутом ограничи, тј. предвиди највећи број гласова, без обзира на број и номиналну вредност акција које акционар има, као и да се статутом може условити учешће акционара у одлучивању на скупштини поседовањем одређеног броја акција с могућношћу удруживања акционара ради обезбеђивања довољног броја гласова за учешће на седници скупштине.

Оваква решења не садржи закон о привредним друштвима, већ само прописује да свака обична акција даје право на један глас. То значи да сваки акционар има онолико гласова колико има акција, тако да се број гласова не може ограничити. Када је реч о утврђивању броја акција као услова за учешће акционара на скупштини, то закон не забрањује, тако да се оснивачким актом друштва може предвидети да акционари који поседују одређени број акција могу учествовати на седници скупштине лично или преко пуномоћника, а акционари који не поседују предвиђени број акција своје право гласа могу остварити преко заједничког пуномоћника, тј. да се тако удруже и обезбеде онолико акција колико је потребно да преко заједничког пуномоћника учествују на скупштини.

Овде, дакле, није реч о томе да се акционарима који не поседују одређени број акција ускраћује право гласа, већ само да се предвиђа начин остваривања права гласа. Другачије се не би ни могла одржати скупштина акционара оних акционарског друштва, која имају већи број акционара, на пример више од хиљаду акционара итд. Уместо оваквог уређивања остваривања права гласа, у оснивачком акту би се могло предвидети да управа, при оглашавању јавног позива за седницу скупштине, препоручи акционарима који не поседују одређени број акција да одреде заједничког пуномоћника да би преко њега остваривали право гласа за све акције које повере том пуномоћнику. Оваква норма није, наравно, императивне природе, али би се њоме могао постићи исти ефекат као када би се у оснивачком акту друштва прописао доњи цензус за учешће акционара на скупштини.

У пракси се на разне начине ускраћује или онемогућује право гласа акционара, што се прописује у актима друштва, а што је нарочито видљиво из објављених

позива за седницу скупштине, посебно за седницу редовне годишње скупштине. Тако, на пример, предвиђа се веома висок проценат поседовања акција у односу на све акције, тј. у односу на основни капитал, чиме се отежава повезивање акционара како би преко заједничког пуномоћника испунили доњи цензус за учешће на скупштини, што непосредно погађа, тј. онемогућава мањинске акционаре да учествују на скупштини. Прописује се и објављује да (само) поседовање одређеног броја акција даје право на учешће на скупштини, што доводи до тога да акционари не могу да постигну ни удруживањем прописани цензус за учешће у раду скупштине. Постоје и многи други различити начини путем којих се или спречава, онемогућује или ускраћује остваривање права гласа на скупштини. Због свих тих случајева могу се, како је речено, побијати одлуке скупштине пред судом.

Због свега напред изнетог, неопходно је у важећим актима променити одредбе које садрже противзаконита решења у погледу онемогућавања или ускраћивања права гласа, а уместо њих уградити решења која су у складу са законом. Право пречег уписа новоиздатих акција у доброј мери је предмет аката друштва, статута у акционарском друштву и оснивачког акта у друштву са ограниченом одговорношћу, мада и законска решења о овом питању нису међусобно усклађена.

### **3.1.5. Право пречег уписа акција**

Будући да је законским нормама изричито предвиђено да акционари остварују право пречег уписа акција у складу с оснивачким актом, статутом или одлуком управног одбора, то је сасвим јасно да остваривање овог права мора бити уређено. Треба, такође, имати на уму да ни управа друштва нема овлашћења да уређује сâмо право пречег уписа нових акција, већ може уређивати само остваривање тог права, јер је једино скупштина акционара овлашћена да уређује права акционара. Стога би било неопходно да се у оснивачком акту друштва, односно статуту, уреди у целини питање остваривања права пречег уписа акција или да се у овом акту предвиде основна решења, а да се статутом, ако постоји, или одлуком управног одбора ближе уреди остваривање овог права, тако да управни одбор има непосредне правне основе да ближе уреди остваривање овог права.

Одлука управе друштва о овом питању има карактер општег акта. У сваком случају акционари остварују право пречег уписа нових акција, које чине и сопствене акције друштва, на основу наведених аката друштва, односно без уређивања овог питања у актима друштва акционари не могу остваривати право пречег уписа. Зато, ако се укаже потреба за остваривањем права пречег уписа од стране постојећих акционара, а то питање није уређено у наведеним актима, оно се мора најпре уредити у неком од наведених аката, а затим да се приступи упису нових акција. Ако се право пречег уписа остварује ради стицања сопствених акција друштва, у том случају се не мења основни капитал, већ само



сопствене акције прелазе у руке акционара друштва, што се евидентира у Централном регистру и књизи акционара.

Из напред изложеног може се закључити да је остваривање права пречег уписа акција, као и ограничење или искључење права акционара на упис нових акција уређено у основи законом, али да исто мора бити на одговарајући начин уређено и другим актима друштва. О уређивању ових питања одлучују акционари, тако да, сагласно општим начелима корпоративног управљања, они преузимају и одговорност за примену датих одредаба, посебно ако одлуче да ограниче или укину право пречег уписа нових акција, када се, због уписа акција од стране нових акционара, може пореметити однос у погледу броја акција, односно броја гласова између ранијих и нових акционара.

Уређивање искључења права пречег уписа је ипак једноставно, јер се то предвиђа изричито одлуком о издавању нових акција, тако да такво решење делује истоветно према свим постојећим акционарима. Када је, међутим, реч о ограничењу уписа нових акција, ограничење мора бити сасвим прецизно одређено, уз поштовање принципа равноправности акционара, тако да се сваком акционару ограничи упис нових акција сразмерно акцијама које има. Поједини акционари не морају уписати акције у оквиру ограничења која имају, јер све неуписане акције друштво може продати трећим лицима.

Основна сврха постојања института права пречег уписа новоиздатих акција је да се постојећим акционарима омогући да сачувају исти власнички удео у друштву приликом повећања основног капитала друштва. Право пречег уписа новоиздатих акција утврђује се за акције конкретног друштва само уколико је оно изричито регулисано и конкретизовано одлуком о емисији акција, с позивом на акт или друге одлуке друштва. Ако такво право није регулисано, онда друштво своје акције продаје под једнаким условима свим заинтересованим лицима.

Када друштво продаје акције с правом пречег уписа новоиздатих акција, то конкретно значи да друштво има обавезу да купцима тих акција најпре понуди акције наредне (или наредних) емисије.

У спровођењу права пречег уписа акција, карактеристично је законско одређење да акционар остварује ово право „сразмерно номиналној вредности поседованих акција у моменту издавања”. То је основно законско решење, али могло би се рећи и да је препорука друштвима за његово спровођење у пракси. Конкретно то значи да акционар има право уписа оног броја нових акција који је сразмеран његовом садашњем учешћу у укупном броју акција друштва. Другим речима, ако у моменту издавања нове емисије акција, акционар, нпр., поседује 3% од укупног броја до тада издатих акција, то значи да у том постотку има право пречег уписа акција које се издају новом емисијом. Овакво решење мора бити јасно дефинисано у оснивачком акту друштва (или другим актима друштва), односно у одлуци о емисији акција, с обзиром да није довољно само

рећи да купци акција имају право прече куповине наредних емисија већ је пожељно то право и квантификовати.

Ради остваривања права на пречи упис нових акција, друштво има обавезу да, у првој фази припреме за издавање акција, најпре идентификује које претходно издате акције дају право пречег уписа ове емисије акција која се припрема, и на колико комада акција ове емисије сваки садашњи власник акција има право. Друштво, затим, има законску обавезу да свим акционарима који остварују право пречег уписа акција пошаље писмено обавештење о намери издавања нове емисије акција. Са друге стране, после примљеног обавештења о могућностима остваривања овог права, акционари имају обавезу да лично (у просторијама друштва) или писменим путем обавесте друштво о томе колико ће акција од утврђеног пречег права уписати.

Ово из разлога, што за акционаре право пречег уписа није обавеза, већ само право, па они самостално одлучују да ли ће или не, прихватити то право. Наиме, акционар може да искористи право пречег уписа и купити акције, а може и одустати од овог права. Ово последње се, најчешће дешава када је вредност права незнатна или пак, када акционар нема финансијских могућности да купи нове акције.

Институт права пречег уписа обезбеђује постојећим акционарима да задрже постојећи власнички удео у друштву у поступку повећања основног капитала друштва (докапитализације) или да продајом тог права буду новчано обештећени, тако да се у пракси, применом овог института у великој мери штите права постојећих власника (акционара) што је са становишта принципа корпоративног управљања од изузетног значаја.

Овај институт има своје предности, као што су: постојање веће заинтересованости потенцијалних купаца за куповину акција које дају право пречег уписа наредних емисија акција, посебно ако се ради о успешним друштвима; смањују се трошкова продаје; скраћују се рокови продаје и сл. Међутим, с друге стране овај институт има и одређене мане, као што су: фаворизовање одређеног круга лица који су већ акционари друштва и извесно спречавање уласка нових акционара. Ограничавање слободне продаје акција може да утиче на цену акција на тржишту и на поверење других купаца, па стога а.д. (посебно у условима развијеног тржишта) неће имати праве информације о вредности својих акција на тржишту ако их унапред продаје постојећим акционарима.

### **3.2. Уређивање и одлучивање о исплати дивиденди**

У пракси се сусрећу различите појаве поводом одобрења и исплате дивиденди, од оних акционарских друштава у којима се дивиденда одобрава на годишњој скупштини, ако за то постоје услови, до случајева да се дивиденда не одобрава и

онда када за то има средстава, што је обично случај код акционарских друштава која су настала по основу приватизације, у којима већински власник не прихвата исплату дивиденди. Било је и случајева да је већ донета одлука о исплати дивиденди, па се након краћег времена на ванредној скупштини већински власник изјасни о поништењу раније донете одлуке о расподели средстава за дивиденде. Било је и случајева да се на ванредној скупштини донесе одлука о поништењу одлука о расподели дивиденди које су већ донете ранијих година.

Овакве појаве су свакако у супротности са законом, јер после доношења одлуке о исплати дивиденди акционари постају повериоци друштва за износ припадајућих дивиденди, а то је облигациони однос који се не може поништити, осим ако је исплата дивиденди одобрена супротна закону, односно актуелна одлука скупштине о одобрењу дивиденди може се побијати само у складу са одредбама закона.

Што се тиче нормативног уређивања дивиденди, ово питање је предмет закона и оснивачког акта, мада се у оснивачким актима ово питање само начелно уређује, иако закон упућује на то да се одређено питање из овог домена сасвим конкретно уреди. Исто тако дан дивиденди се углавном не уређује у оснивачком акту, мада би то било пожељно, јер би тада акционари унапред имали информацију о времену одобрења и исплати дивиденди, па би се на основу тога опредељивали у погледу продаје својих акција.

Остваривање права акционара на дивиденду, као важно имовинско право, заштићено је законом. Наиме, ако постоје услови за исплату дивиденди, а, нпр., већински власник својим гласовима гласа против дивиденди, што се обично догађа за две или више година, тада акционари који поседују најмање 20% акција могу поднети захтев суду да суд изрекне меру плаћања дивиденди, коју друштво мора да изврши. Ово се ретко дешава, али је очигледно да има случајева када треба прибећи остваривању права на дивиденду и преко суда.

Посебно је питање начина плаћања дивиденди само у новцу или у акцијама или другим хартијама од вредности. О плаћању дивиденди на други начин, а не у новцу, самостално одлучује скупштина, осим ако је у оснивачком акту предвиђено да се дивиденда исплаћује само у новцу или и у новцу и у акцијама, с тим да се поједини акционари изјасне на који начин желе да им се исплати дивиденда. Ако се дивиденда исплаћује у акцијама, тада се то мора учинити на принципима про-рата, тј. да сваком акционару припадну акције сразмерно броју и вредности акција које поседују. Изузима се случај исплате дивиденде у акцијама генералном директору и члановима управног одбора, ако су акционари, од случаја када та лица могу добити акције као награду за свој рад, јер о висини награде тим лицима у акцијама одлучује скупштина, али то опет мора бити предвиђено актом друштва и реализовано сагласно одредбама прописа о повећању основног капитала из сопствених средстава друштва.

Као што се види из напред изнетог и других питања у вези са дивидендама која овде нису поменута, постоји обавеза и потреба да се, на начелима корпоративног управљања, у оснивачким актима ад. ближе уреди питање дивиденди, нарочито оних питања која су према закону искључиво предмет оснивачког акта.

Када се конкретно говори о исплати дивиденди на нашим просторима, основни критеријум за исплату дивиденди јесте власништво над уложеним капиталом, што значи да у расподели дивиденди учествују сви акционари, како запослени, тако и лица ван конкретног правног лица, укључујући и државне органе – Акционарски фонд Републике Србије и ПИО фонд, ако су они акционари конкретног друштва. Исплата дивиденди зависи од врста акција које је друштво емитовало и продало.

### **3.3. Осврт на стицање и располагање сопствених акција друштва**

Све акције које друштво стекне од својих акционара су сопствене акције друштва (акције стечене откупом про-рата, акције стечене од несагласних акционара и др.) и на њих се примењује правни режим закона о сопственим акцијама. Општа правила о стицању сопствених акција предмет су закона тако да их не треба уређивати у оснивачким актима друштва, већ одредбе наведеног члана непосредно примењивати.

За разлику од тога, нека питања поступка стицања сопствених акција могу се ближе уредити оснивачким актом или статутом, а о неким питањима скупштина може одлучивати својом одлуком. За разлику од овог овлашћења, одредбом истог закон дата је законска претпоставка у корист надлежности управног одбора да доноси одлуку ради стицања сопствених акција, у мањем проценту, ради доделе запослених у друштву или запосленима у друштву.

У примени законског решења, због њене непрецизне формулације, поставило се питање да ли се износ акција додељује запосленима без накнаде или запослени плаћају те акције. Ова норма се може различито тумачити управо због речи „...једино ради доделе запосленима...” која упућује на то да се запосленима додељују без накнаде, а не да им се продају. Циљним тумачењем наведене одредбе ипак би се могло закључити да се наведене сопствене акције додељују запосленима без накнаде, јер уколико није тако, онда нема сврхе ни постојање такве одредбе у закону, јер запослени могу купити акције на берзи од других акционара без икаквих ограничења.

Додељивањем наведених акција запосленима у друштву не мења се висина основног капитала, већ само акције прелазе у власништво запослених, а друштво део своје имовине ангажује за откуп својих сопствених акција, које ће се доделити запосленима.

Важно је, такође, истаћи, да сопствене акције не дају право гласа, нити се ове акције урачунавају у кворум, односно не дају право на дивиденду. Зато је важно да се на свакој седници скупштине констатује колико друштво има сопствених акција, тако да се те акције одузму од укупног броја акција, а остале акције чине 100% гласова, које чине кворум, односно већина за одлучивање.

У нашој пракси, друштва се приликом одређивања цене по којој ће се вршити откуп сопствених акције друштва, најчешће опредељују за тржишну цену акција тј. цену која је остварена на берзи. Ово из разлога, што у ситуацијама када постоји значајна разлика између номиналне и књиговодствене (обрачунске) вредности акција, акционари ових друштава ће једино позитивно одговорити на понуђену цену откупа акција која одражава реалну тј. тржишну цену акција.

Поводом отуђења сопствених акција, тј. њиховог поништења, ако се не отуђе у предвиђеном року, постоје различита мишљења о статусу тих акција, иако је то законом доста јасно уређено. Реч је о примени одредбе закона, према којој је друштво дужно да у року од једне, односно три године прода стечене сопствене акције, односно управа друштва дужна је да поништи сопствене акције које друштво није продало у наведеним роковима. По овом питању има и мишљења да друштво може поништити сопствене акције, а да у наведеним роковима не мора да покуша да их прода.

Такво мишљење нема упориште у одредби закона, у којој је изричито прописано да је друштво „... дужно... да прода... акције” што значи да у прописаним роковима мора обавезно да покуша да сопствене акције отуђи у складу са законом (про-рата или да остатак акција који се тако не прода понуди на берзи). Другачије тумачење не уважава интерес привредног друштва, јер ако би друштво поништило сопствене акције и без покушаја да их прода, онда би оно било оштећено за износ имовине коју је употребило за стицање сопствених акција. Поништавање сопствених акција следи тек онда када друштво у року од годину дана, односно три године не прода сопствене акције, а не пре тога и не без покушаја да их у тим роковима прода.

У случају да друштво не отуђи сопствене акције у наведеним роковима, надзорни одбор друштва је обавезан, по самом закону да их поништи декларативном одлуком, без посебне одлуке скупштине. Ово поништавање се обавља према одредбама закона које уређују смањење основног капитала у редовном поступку.

Управо, имајући у виду напред наведено, као и чињеницу да друштво мора да обезбеди ликвидна средства за откуп сопствених акција, неопходно је да друштво приликом доношења одлуке о стицању сопствених акција, унапред дефинише разлог и сврху стицања сопствених акција. Сопствене акције не дају акционарском друштву имовинска нити лична права, па је то разлог више за постојање прецизно утврђене стратегије откупа сопствених акција, с обзиром да

ове акције представљају облик „заробљеног капитала” који се, по истеку законског рока могуће реактивизације, повлачи и поништава.

### **3.4. Неке надлежности органа друштва**

У пракси су постављана различита питања поводом надлежности и функционисања свих органа јавног акционарског друштва, али и поводом органа затвореног акционарског друштва. Међутим, овде се обрађују само нека од многих питања, а пре свега она која су чешће постављана и поводом којих је могло доћи, или је долазило до поремећаја или сметњи у функционисању појединих органа или захтева за побијање одлука скупштине друштва код надлежних судова.

#### **3.4.1. Извршни одбор акционарског друштва**

Овај одбор друштва није у пракси добио оно место које му је законом намењено, иако је обавезни орган у дводомном управљању. Овај орган је углавном настао од ранијег колегијума директора. Када је у питању његово деловање, може се рећи да је маргинализован, јер и у оним акционарским друштвима у којима је образован, не врши своју функцију у смислу законских одредби.

У пракси се преплићу надлежности између надзорног одбора и извршног одбора и то често у корист надзорног одбора, тј. тако да надзорни одбор обавља и послове који спадају у делокруг извршног одбора.

#### **3.4.2. Улога секретара друштва**

Као функција јавног акционарског друштва секретар друштва има посебно важну улогу у уређивању и остваривању корпоративног управљања, мада му се у појединим ад. тај значај не придаје, па се тако на ту руководећу функцију постављају и лица која нису квалификована да обављају законом предвиђене послове секретара јавног акционарског друштва. Важност његовог положаја огледа се и у томе што му је делокруг непосредно одређен законом, осим мандата који се уређује актима друштва. Секретара акционарског друштва бира управа друштва са мандатом који је одређен у статуту друштва.

Мандат секретара не спада ни у пословање, нити у управљање друштвом, па зато и не би требало да буде предмет статута. У сваком случају мандат се одређује актима друштва на оно време на које се друштво определи, с тим да се мандат мора одредити, јер се не може одредити одлуком скупштине, нити одлуком управног одбора. Како је реч о веома сложеним и стручним пословима из области акционарства, мандат секретара не би требало везивати за мандат органа друштва, већ га нешто дуже одредити, на пример на три или четири године.

Решења закона иду у прилог томе да секретар друштва има изузетно важну улогу у уређивању и остваривању управљања друштвом, јер је непосредно прописана његова одговорност за све послове из закона, а такође је одговоран за организовање рада и праћење извршавања одлука скупштине, управног одбора и надзорног одбора. Да ли је законодавац хтео или не да секретара друштва задужи да обавља веома сложене и обимне послове из закона, то је друго питање, али је чињеница да се секретар друштва налази у позицији особља с великом одговорношћу и великим обимом послова у друштву и управо зато у уговору између секретара и управе друштва треба што ближе уредити питања положаја, права и обавеза и зараде секретара, која ће бити онаква каква буде уређена наведеним уговором.

#### **4. Слобода понашања на тржишту и корпоративно управљање**

Након анализе свеопштег постојећег стања конкуренције у привреди Републике Србије, односно СР Југославије<sup>4</sup>, пре десетак година у Србији је формулисана нова антимонополска политика<sup>5</sup>, која је требало да представља један од сегмената реформског захвата, између осталог и у домену, односно повезано с корпоративним управљањем. Ова, нова антимонополска политика требало је да се заснива на неколико начела битних за пословање привредних друштава.

- Суштина је схватање да је потребно учинити све што се може да се заштите економске слободе привредних друштава и других субјеката који послују на тржишту у циљу умањења неизвесности у пословном амбијенту.
- Сматра се да антимонополска политика треба да се фокусира на најтеже повреде конкуренције а не на небитне догађаје на тржишту, као и на мере за обезбеђивање либерализације спољне трговине.
- Интензивно праћење и кажњавање нарушавања конкуренције на домаћем тржишту путем хоризонталних споразума конкурената.
- Утврђивање и праћење доминантног положаја привредних субјеката на тржишту и предузимање потребних мера, при чему је потребно водити рачуна да законске одредбе не створе простор за злоупотребу антимонополске политике од стране државе, и да се тако претворе у инструмент свеprisутне контроле цена од стране државе, као и од стране конкурената и инструмент нелегитимне борбе против конкурената. Због

---

<sup>4</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Мијатовић, М. Пауновић, Р. Сепи и Д. Хибер, *Антимонополска политика у СР Југославији – Анализа постојећих тржишних структура и антимонополских институција*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2002.

<sup>5</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Мијатовић, М. Париводић, В. Павић, Р. Сепи, Б. Стојановић и Д. Хибер, *Нова антимонополска политика: предлог решења*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003.

наведеног постоји потреба доброг проверавања критеријума доминантног положаја на домаћем тржишту.

- Омогућавање контроле интеграција на тржишту као механизма настајања неконкурентских тржишних структура.

На тај начин предложен, овај нови концепт антимонополске политике није био прихваћен. Тада усвојена, и касније мењана и допуњавана решења ипак су омогућила афирмацију принципа конкуренције и њене заштите. Без обзира на законску регулативу у овој материји, и на њено садашње стање, очигледно је да ће, ипак, процес институционалне изградње на овим активностима бити дуготрајан.<sup>6</sup> Али, свакако мора доћи до побољшања на пољу конкуренције на тржишту и унапређења корпоративног управљања које је везано за побољшање конкуренције. Поред наведеног у Србији је потребна и политика јачања конкуренције у ширем смислу, што између осталог подразумева уклањање баријера уласку нових компанија у делатност и изласку из делатности, као подстрек конкурентности у економији и подстицај добром управљању привредним друштвима.

Уклањање баријера, колико је то могуће, подразумева реформисање више подручја и то правног, економског и политичког живота:

- пре свега, политичког стања у Србији, затим
- наставак економских реформи, почев од решавања велике неликвидности привреде, подстицања економског раста, повећања јавне штедње, рационалног улагања субвенција државе, до смањења сиве економије и борбе против корупције, и
- спровођење институционалних реформи, које би требале да ојачају заштиту уговора и својине, уведу владавину права и добрих закона итд.

Даље, јачање конкуренције на домаћем тржишту подразумева да домаћи произвођачи буду и у слободној конкуренцији из увоза, односно конкуренцији

---

<sup>6</sup> Све ово је неопходно и поред одређених побољшања у последњих десетак година. Својеврсну потврду даје нам повремено сам антимонополски ауторитет, који се уместо усавршавања регулативе и њене примене, укључујући усвајање нових и квалитетнијих аналитичких метода и техника (вид. већ поменуте радове једног од аутора ове монографије. R. Bukvić, *Primena klaster analize u istraživanju tržišnih struktura u jugoslovenskoj prehrambenoj industriji*, *Statistička revija*, година 51, 2002, 1–4; Р. Буквич, *Исследование рыночных структур: индекс концентрации Линда*, *Проблемы теории и практики управления*, 2013, 10; Р. М. Буквич, *Концентрация в банковском секторе Сербии в 2016 году*, *Международная научно-практическая конференция «Современные достижения науки и пути инновационного восхождения экономики региона, страны»*, 18 мая 2017, Комратский государственный университет и Научно-исследовательский центр «Прогресс», Комрат, 2017.) заплиће у беспотребне и јалове дискусије, попут једног недавног случаја у коме се „доказивало” и оповргавало да једна фирма има учешће на тржишту од 39,9 односно 40,1%.



светских произвођача, што опет претпоставља (свеобухватну или барем што већу) либерализацију спољнотрговинских трансакција, односно уклањање царинских и ванцаринских баријера увозу робе и услуга, тако да још увек остаје много посла на пољу спољнотрговинске либерализације.<sup>7</sup> Евентуално придруживање Србије Европској унији вероватно би могло бити добар повод и императив за уклањање свих баријера спољној трговини. Барем се то неретко очекује. Међутим, треба имати у виду, и добро премеравати, не само економске аргументе за и против одређеног, односно максималног либерализовања, већ такође и чињеницу да Србија води преговоре о ступању у СТО, где се о томе већ доста дуго воде осетљиви преговори, који укључују и овај моменат.

Утисак је да смо врло брзо дошли у ситуацију да се антимонополска политика, или политика подстицања и заштите конкуренције потцењује. А то актуелизује и претњу да се једног дана поново дођемо до констатације: „Отуда данас крећемо практично од нуле.”<sup>8</sup> Без обзира на метафоричност горње оцене, упозорења се не смеју пренебрегавати. А једно, специфично упозорење свакако је и изостанак одређених акција. Тако, у овој монографији више пута навођен тим истраживача из ЦИДС-а у својој другој студији<sup>9</sup> у оквиру препорука за даље унапређење корпоративног управљања, за разлику од претходне студије<sup>10</sup>, не говори и о унапређивању антимонополске регулативе и праксе њене примене.

## 5. Корупција и корпоративно управљање

Иако се годинама пропагира борба против корупције на домаћој територији, она и даље постоји. Не може се решити проблем корпоративног управљања у Србији само решавањем проблема корупције и недовољно ефективне антимонополске политике, иако постоје специфичне везе између ових феномена и корпоративног управљања. Побољшањем стања на плану корупције и антимонополске политике, појачаће се деловање фактора којима се може решити проблем корпоративног управљања. Унапређење корпоративног управљања, само по себи доводи до смањења корпоративне корупције, поготово смањења понуде корпоративне корупције у пословној сфери.

---

<sup>7</sup> Ово представља једну од основних поставки владајуће, неолибералне парадигме. У овој монографији не можемо улазити дубље у ту проблематику, истаћи ћемо само да је то једно од економских подручја које захтева детаљнију и објективну анализу.

<sup>8</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Мијатовић, М. Пауновић, Р. Сепи и Д. Хибер, *Антимонополска политика у СР Југославији – Анализа постојећих тржишних структура и антимонополских институција*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2002, стр. 7.

<sup>9</sup> Б. Беговић, М. Бисић, К. Ђулић, Б. Живковић, А. Јоловић и Б. Мијатовић. *Корпоративно управљање: пет година касније*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2008.

<sup>10</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003.

У циљу смањења корпоративне корупције, могле би се применити разне могућности. Најосновнија ствар је успостављање владавине права, што подразумева спровођење законске реформе, доношење закона који су у складу са савременим светским решењима, који су јасни и свима разумљиви као што уосталом и налаже Устав Србије. Истовремено, неопходна је темељна реформа правосудног система, пошто се показало да неефикасност наведеног система увећава тражњу за корупцијом у корпоративном сектору. Постоје кретања у смислу спровођења реформе правосудног система, али је неизвесно колико успешно ће бити завршена и колико дуго ће трајати. Није довољно само донети нове правне прописе, хармонизовати нормативни систем с оним који важи у тржишним привредама, пре свега с европским, већ је истовремено потребно изградити такве институције које ће гарантовати ефикасну и непристрасну примену права. Институционална реформа се не односи само на реформу правосудног система већ и реформу целокупне државне администрације, укључујући и органе и тела који воде јавне регистре, царинске органе, пореску администрацију као и формирање независних тела у делатностима где се државна администрација показала неделотворном или недовољном, антиминополска политика, телекомуникације итд.

Веома битна, и већ дуго актуелна, мера у борби против корупције је темељна реформа јавног сектора у Србији, који се уједно оцењује и као главни извор понуде корупције. Промене у јавном сектору константно су у току већ читав низ година, али оне заправо веома дуго трају, без обзира што свакако не могу да буду спроведене у неком кратком року. Стога и даље важи оно што је речено пре много година, наиме промене треба да буду суштинске: смањење броја службеника, суштинска промена у понашању у обављању својих послова, затим селекција државних службеника заснована на знању и способностима а не припадности странци, обука службеника, примена строгих етичких стандарда и адекватно утврђивање накнада зарада државних службеника.<sup>11</sup>

Србија и даље припада земљама с високо регулисаном привредом од стране државе, иако је на плану дерегулације доста урађено у последњих неколико година, тако да је потребно спроводити даље умањење државне интервенције, нарочито у домену интервенције која по природи ствари представља дискрециону одлуку државних службеника који ту интервенцију спроводе. Мањом државном интервенцијом долази до повећања слободног тржишта а тиме и мање места за корупцију. Један од начина борбе против корупције у Србији треба да буде доследна и ефикасна примена строге казнене политике, без изузетака, која представља снажан фактор генералне превенције овог недозвољеног дела, што би уједно и показало решеност државе да истраје у борби против корупције.

---

<sup>11</sup> Б. Беговић, Р. Буквић, Б. Живковић, Б. Мијатовић и Д. Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003, стр. 170.

На репутацију менаџера на тржишту радне снаге менаџера, односно на умањење његове могућности да добије следећи посао, свакако би утицало обелодањивање његовог корупцијског посла, што би уједно био и дисциплинујући фактор за менаџере. Он би био обележен као особа која је радила против своје компаније, што је веома лоше за његову будућу пословну каријеру. Због тога би, сваки менаџер требао добро да размисли пре него што се упусти у послове корпоративне корупције. Сматра се да стратегија борбе против понуде корпоративне корупције у Србији, треба да буде заснована на повећању заштите приватних својинских права над привредним друштвом, развоју тржишта радне снаге укључујући и тржишта менаџера. Може се претпоставити да ће оваква улога корпоративног управљања добити на значају тек у будућности.

## VIII ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

Корпоративно управљање је у целом свету врло атрактивно и динамично подручје које се континуирано мења у складу с потребама праксе. Добра правила корпоративног управљања уређују односе интересних група које могу да утичу на пословање компанија и констатује да проблем корпоративног управљања, с интерног аспекта, јесте питање како успоставити баланс између учесника у систему управљања, пре свега однос принципала и агента а затим, других акционара, поверилаца и запослених, а с екстерног аспекта однос између компаније и спољних носилаца интереса, а то су владе земаља, државни органи и локална заједница у којој компанија послује. Савремена привредна друштва не могу успешно да обављају своју делатност, а да истовремено игноришу интересе интересних група. Може се закључити да је неопходно свим групама придавати важност и сугерисати респектовање њихових интереса приликом разматрања унапређења корпоративног управљања.

Добро корпоративно управљање обезбеђује компанији много повољности: доводи до побољшања економске ефикасности компаније, омогућава приступ тржиштима капитала, доводи до стабилнијих извора финансирања и ниже цене капитала, обезбеђује репутацију компанији, њеној управи и другим руководиоцима компаније. Компаније које прихватају добро корпоративно управљање, поштују друштвену одговорност, више доприносе привреди земље, рационалности и ефикасности компаније и широј друштвеној заједници.

На основу претходних истраживања и знања, може се закључити да добро корпоративно управљање значајно утиче на пословне резултате компанија и државе у целини. Све успешне компаније имају висок ниво корпоративног управљања који се континуирано усавршава и усклађује с новинама у окружењу у коме послује компанија и шире, и с потребама саме компаније.

У Републици Србији корпоративно управљање, тј. његова добра и проверена правила, још увек се не примењује у потребном обиму и квалитету, очигледно из разлога што је мали број власника капитала схватио значај и предности примене правила корпоративног управљања. Већина акционара односно власника удела, који имају контролни пакет капитала, истовремено су чланови управе друштва, немају одговарајући систем одговорности и надзора, а при том су евидентне злоупотребе кроз међусобне односе с повезаним лицима и неадекватно објављивање информација.

Мањински акционари по закону имају широка права, али их у пракси углавном не могу остварити у том обиму, тако да је заштита њихових интереса

недовољна. Акционарима се ограничава право учешћа и гласања на скупштини акционара, статутарним одредбама о минимуму акција или лимиту броја гласова, али се и лошим администрацијом скупштине отежава присуство оних који на то имају право. Контролни органи не контролишу друштво у потпуности, између осталог зато што су „главни” менаџери углавном „јачи” од контролног органа. Добро функционисање контролних органа омета и чињеница да у највећем броју друштава независни директори имају ниска примања а „главни” директори се с њима боре за пресудан утицај. Менаџмент углавном има фиксну плату, што умањује његов мотив за просперитет друштва додатним наградама за успешно вођење компаније. У привредним друштвима је присутан потенцијални конфликт интереса.

Посебно слаба тачка корпоративног управљања у Србији је транспарентност. Чланови скупштине, пре свега мањински акционари, као и јавност слабо су обавештени о пословању друштва. Утицај политике на пословање привреде је смањен али и даље постоји, тако да неповољно стање корпоративног управљања у Србији тражи хитне, али и добро конципиране реформе, како би друштва могла да постану добро вођена и конкурентна на домаћем и страном тржишту. Неопходно је увођење интерних структура и процеса заснованих на принципима правичности, непристрасности, транспарентности и одговорности што није лак задатак и захтева непрекидну посвећеност друштава и благовремено уочавање проблема.

Суштина свега наведеног треба да буде правилно распоређивање права и одговорности с циљем успешног пословања компаније на дуги рок и повећање вредности иметка акционара. Корпоративно управљање није процес који се одвија једнократно већ представља један континуирани процес који се стално усавршава и прилагођава новонасталим ситуацијама.

Јасно је да је проблем корпоративног управљања у Србији велики и треба га решавати у што краћем року. Важан део транзиције требало би да буде припремљен комплекс мера усмерених на унапређење корпоративног управљања у привредним друштвима.

Унапређење праксе корпоративног управљања је *conditio sine qua non* за привредна друштва која имају намеру да просперирају на тржиштима, прибавите повољни додатни капитал, остваре добру конкурентску позицију и опстану у свету све већих конкурентских изазова у брзим променама у окружењу. Потребно је ојачати положај надзорних одбора, управних одбора где постоје у привредним друштвима у Србији и, додатно подстаћи питања стручности, укључености и одговорности чланова контролних тела.

Оснаживање улоге и независности надзорног односно управног одбора, чији чланови треба да се бирају на основу критеријума стручности а не политичког припадништва, једна је од најважнијих мисија увођења добрих правила корпоративног управљања и у јавном сектору. Деловање одбора

треба да буде уоквирено дугорочном стратегијом предузећа ка стварању вредности за све своје кључне интересно утицајне групе. Одбор има важну улогу у корпоративном управљању са задатком стручног и непристранога усклађивања интереса свих група заинтересираних за пословање предузећа и решавање спорних ситуација које могу угрозити опстанак и просперитет предузећа. Истовремено, потребно је успоставити што боље комуникацијске канале између одбора и власника капитала, у изградњи механизма који ће помоћи успостављању заједничких усуглашених дугорочних циљева и обликовању јасне стратегије коју ће прихватити сви битни актери корпоративног управљања.

Добро корпоративно управљање зависи од уравнотежених односа између интерних и екстерних механизма којима се осигурава ефикасност управљања и помаже у решавању проблема и могућих сукоба који се појављују у управљачким структурама. Оно треба да створи услове у којима ће понашање и деловање менаџера бити у интересу кључних интересно утицајних група те осигура да се недовољно добри менаџери замене бољима. Осим тога, добро корпоративно управљање треба да осигура подстицаје одбору и менаџменту у остваривању постављених пословних циљева, уз успостављање делотворног састава контроле и надгледања пословања и вођења друштва капитала или неког другог привредног субјекта.

Унапређење корпоративног управљања не треба, наравно, повезивати само с државним регулисањем, иако је оно доиста један из важнијих фактора његове ефикасности. Та страна проблема испољава се у законима и другим, пратећим државним актима. Али, постоји и друга страна, која припада самим компанијама и њиховим менаџерима. Она се манифестује у иницијативности самих корпорација, која треба да се искаже и на том плану, рецимо у области рачуноводства<sup>1</sup>, при том свеједно да ли на нивоу менаџмента или чак самих власника (акционара), или органа којима је поверено да контролишу менаџере. За разлику од менаџера, власници (акционари) не морају да унајмљују експерте, који теже да састављају пожељне извештаје и да украшавају одговарајуће анализе.

Таква политика, наравно, довољно често се среће чак и у земљама с развијеном економијом и с развијеним корпоративним управљањем. Утолико

---

<sup>1</sup> Ову тему изложили смо на недавној конференцији у Москви (Р. М. Буквич и Р. Ж. Павлович, Современный финансовый и управленческий бухучёт как предпосылка продвижения корпоративного управления, XVI Международная научная конференция «Модернизация России: приоритеты, проблемы, решения», Москва, 20–21 декабря 2016). О потреби да се у нашим предузећим користе савремена аналитичка средства анализе финансијских извештаја овај аутор је писао још од половине 1990-их (вид. Р. Буквић, Књиговодствено-финансијски показатељи пословања и њихово коришћење у интерним и екстерним анализама, *Књиговодство*, година 40, 1995, 9.)

пре то се може очекивати у транзиционим економијама. Управо то је један од разлога, и истовремено последица, нестабилног положаја акционара у систему корпоративног управљања у савременим корпорацијама. Ако је њихова заштита недовољна, као што је то случај у Србији, онда то с једне стране води концентрацији власништва и изласку предузећа с берзе, а с друге стране увећавају се саблазни састављања нетачних и фалсификованих извештаја.

## IX. ЛИТЕРАТУРА

1. Антонић, Слободан. *Елита, грађанство и слаба држава*, друго издање, Београд: Службени гласник, 2009, 280 стр.
2. Арсић, Зоран. Кодекс понашања (кодекс корпоративног управљања), *Право и привреда*, 2005, № 5–8.
3. Беговић, Борис; Милица Бисић, Катарина Ђулић, Бошко Живковић, Ана Јоловић и Бошко Мијатовић. *Корпоративно управљање: пет година касније*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2008, 204 стр.
4. Беговић, Борис; **Рајко Буквић**, Бошко Живковић, Бошко Мијатовић и Драгор Хибер. *Унапређење корпоративног управљања*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003, 179 стр.
5. Беговић, Борис; **Рајко Буквић**, Бошко Мијатовић, Марко Пауновић, Роберт Сепи и Драгор Хибер. *Антимонополска политика у СР Југославији – Анализа постојећих тржишних структура и антимонополских институција*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2002, 212 стр.
6. Беговић, Борис; **Рајко Буквић**, Бошко Мијатовић, Милан Париводић, Владимир Павић, Роберт Сепи, Божо Стојановић и Драгор Хибер. *Нова антимонополска политика: предлог решења*, Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003, 98 стр.
7. **Буквић, Рајко**. *Анализа пословања предузећа*, Београд: Мегатренд универзитет, 2009, vi+340 стр.
8. **Буквић, Рајко**. Књиговодствено-финансијски показатељи пословања и њихово коришћење у интерним и екстерним анализама, *Књиговодство*, година 40, 1995, № 9, стр. 39–48.
9. **Буквић, Рајко**. Корпоративно управљање и перформансе предузећа: квантитативна анализа зависности на примеру Србије, *Zbornik radova Više poslovne škole u Novom Sadu 1–2*, Viša poslovna škola, Novi Sad, 2003, str. 134–146.
10. **Буквич, Райко**. Исследование рыночных структур: индекс концентрации Линда, *Проблемы теории и практики управления*, 2013, № 10, с. 49–55.
11. **Буквич, Райко М.** Концентрация в банковском секторе Сербии в 2016 году, Международная научно-практическая конференция «Современные достижения науки и пути инновационного восхождения экономики региона, страны», 18 мая 2017, Комратский государственный университет и Научно-исследовательский центр «Прогресс», Комрат, 2017, с. 325–330.



12. **Буквич, Райко М.** и Радица Ж. Павлович. Современный финансовый и управленческий бухгалтер как предпосылка продвижения корпоративного управления, XVI Международная научная конференция «Модернизация России: приоритеты, проблемы, решения», Москва, 20–21 декабря 2016.
13. Васильевић, Мирко: *Водич за примену Закона о привредним друштвима*, Београд: Intermex, 2011.
14. Васильевић, Мирко: *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 2007, 351 стр.
15. Васильевић, Мирко С. *Корпоративно управљање. Изабране теме*, Београд: Удружење правника у привреди Републике Србије, 2013, 290 стр.
16. Васильевић, Мирко. Корпоративно управљање и агенцијски проблеми, II део, *Анали Правног факултета у Београду*, година 57, 2009, № 2, стр. 5–28.
17. Ђурић, Ђуро Ј. *Корпоративно управљање, с посебним освртом на грађевинске компаније у Републици Србији*, докторска дисертација, Београд: Универзитет Цон Незбит, Факултет за пословне студије, 2016, 213 стр.
18. Закон о инвестиционим фондовима, *Службени гласник РС*, бр. 46/2006 итд.
19. Закон о јавним предузећима, *Службени гласник РС*, бр. 15/2016.
20. Закон о преузимању акционарских друштава Републике Србије, *Службени гласник РС*, бр. 46/2006.
21. Закон о привредним друштвима Републике Србије – ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 125/2004.
22. Закон о привредним друштвима Републике Србије – ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. Закон и 5/2015.
23. Закон о тржишту капитала Републике Србије, *Службени гласник РС*, бр. 31/2011.
24. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената – ЗОТХ, *Службени гласник РС*, бр. 47/2006.
25. Јовановић, Небојша. *Берзанско право*, Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 2009, 537 стр.
26. Коевски, Горан. *Компаративно корпоративно управување*, Скопје: Правниот факултет „Јустинијан Први“, 2005.
27. Лационик, У. Теория инновационного предприятия, *Экономический вестник Ростовского государственного университета*, 4, 2006, № 3, с. 7–32.
28. Львов, Д. С. (рук.) *Институциональная экономика*, Москва: Инфра-М, 2001, 318 с.
29. Макарова, Ольга Александровна. *Правовое обеспечение корпоративного управления в акционерных обществах с участием государства*, диссертация, Санкт-Петербург: Санкт-Петербургский государственный университет, 2014, 344 с.

30. Мишурова, Ирина Владимировна и Елена Анатольевна Панфилова. *Корпоративное управление*, Москва: Дашков и К<sup>о</sup> - Академ центр, 2012, 528 с.
31. Николић, Мирослав (ур.) *Речник српскога језика*, Нови Сад: Матица српска, 2011, 1528 стр.
32. Обрадовић, Зоран. *Утицај власништва на квалитет корпоративног управљања у Србији*, Београд: Универзитет Сингидунум, 2013, VII+185 стр.
33. Обрадовић, Зоран. *Утицај дисперзије власништва на ефикасност корпоративног управљања у предузећима и банкама у Србији*, докторска дисертација, Београд: Сингидунум универзитет, 2012, 312 стр.
34. Пенс, Игорь Шулемович и Светлана Анатольевна Шурс. *Корпоративное управление в современной промышленности России: состояние и факторы совершенствования*, Москва: ООО «Недра коммюникейшнс ЛТД», 2008, 121 с.
35. Привредна комора Србије. *Кодекс корпоративног управљања*, Београд, 2012, 54 стр. (*Службени гласник РС*, бр. 99/2012.)
36. Радовић, Вук. Утицај агенцијских проблема на право акционарских друштава и корпоративно управљање, стр. 235–265. У: Васиљевић, Мирко и Вук Радовић (ур.) *Корпоративно управљање – зборник радова*, Београд: Правни факултет Универзитета у Београду, 2008.
37. Радовић, Вук. О приближавању кодекса корпоративног управљања законској регулативи, *Теме*, година 40, 2016, № 3, стр. 1121–1137.
38. **Рајновић, Љилана**. Начела корпоративног управљања, *Право и привреда*, година 49, 2012, № 4–6, стр. 186–195.
39. Рикардо, Дејвид. *О принципима политичке економије и опорезивања*, превод, Београд: Службени гласник, 2012, 376 стр.
40. Фигар, Надица. Друштвена одговорност компанија, *Теме*, година 34, 2010, № 2, стр. 569–584.
41. Челенкова, Инесса Юрьевна. *Корпоративное управление как система социальных взаимодействий*, дисертација, Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, 2014, 206 с.
42. Aghion, Philippe & Jean Tirole. Formal and Real Authority in Organizations, *Journal of Political Economy*, Vol. 105, 1997, № 1, pp. 1–29.
43. Alchian, Armen A. & Harold Demsetz. Production, information costs, and economic organization, *American Economic Review*, Vol. 62, 1972, № 5, pp. 777–795.
44. Barnard, Chester I. *The functions of the executive*, Cambridge: Harvard University Press, 1938, 334 pp.
45. Baumol, William J. *Business behavior, value and growth*, New York: Macmillan, 1959, 164 pp.
46. Berle, Adolf A. Jr. & Gardiner C. Means. *The Modern Corporation and Property Right*, New York: Harcourt, Brace & World, Inc., 1932, xiii+396 pp.

47. Blair, Margaret M. & Lyn A. Stout. A Team Production Theory of Corporate Law, *Virginia Law Review*, Vol. 85, 1992, № 2, pp. 247–328.
48. Block, Dennis J.; Nancy E. Barton, and Stephen A. Radin, *The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors*, 5th ed., New York: Aspen Law & Business, 1998, 2 volumes, xxvii+2496 pp.
49. Blume, Kai Henning. Value-based management as a tailor-made management practice? A literature review, *Journal of Management and Governance*, Vol. 16, 2012, № 3, pp. 553–590.
50. Bolton, Patrick & Mathias Dewatripont. *Contract Theory*, Cambridge and London: The MIT Press, 2005.
51. Bosch, Henry. The Changing Face of Corporate Governance, *UNSW Law Journal*, Vol. 25, 2002, № 2, pp. 270–293.
52. Botond, Kőszegi. Behavioral Contract Theory, *Journal of Economic Literature*, Vol. 52, 2014, № 4, pp. 1075–1118.
53. **Bukvić, Rajko**. Primena klaster analize u istraživanju tržišnih struktura u jugoslovenskoj prehrambenoj industriji, *Statistička revija*, godina 51, 2002, № 1–4, str. 56–70.
54. Burnham, Robert M. & Abbie J. Smith. Financial accounting information and corporate governance, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, 2001, № 1–3, pp. 237–333.
55. Carleton Asher, Cheryl; James M. Mahoney & Joseph T. Mahoney. Towards a Property Rights Foundation for a Stakeholder Theory of the Firm, *Journal of Management and Governance*, Vol. 9, 2005, № 1, pp. 5–32.
56. Cheffins, Brian R. *Company Law (Theory, Structure and Operations)*, Oxford: Clarendon Press, 1997, xliv+714 pp.
57. Claessens, Stijn; Simeon Djankov & Larry H.P. Lang. The separation of ownership and control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 2000, № 1–2, pp. 81–112.
58. Claessens, Stijn & B. Burcin Yurtoglu. Corporate governance in emerging markets: A survey, *Emerging Markets Review*, Vol. 15, 2013, pp. 1–33.
59. Clark, Peter B. & James Q. Wilson. Incentive systems: a theory of organizations, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 6, 1961, № 2, 129–166.
60. Clark, Tom S. A Principal-Agent Theory of En Bank Review, *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 25, 2009, № 1, pp. 55–79.
61. Conyon, Martin; Paul Gregg & Stephen Machin. Taking Care of Business: Executive Compensation in the United Kingdom, *The Economic Journal*, Vol. 105, 1995, № 430, pp. 704–714.
62. Cormiere, Denis; Pascale Lapointe-Antunes & Michel Magnan. Does corporate governance enhance the appreciation of mandatory environmental disclosure by financial markets?, *Journal of Management and Governance*, Vol. 19, 2015, № 4, pp. 897–925.
63. Corporate Profits After Tax (without IVA and CCA<sub>adj</sub>)/Gross Domestic Product, <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=17Sm> <6.4.2017.>

64. Cosset, Jean-Claude; Hyacinthe Y. Somé, Pascale Valéry. Does Competition Matter for Corporate Governance? The Role of Country Characteristics, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 51, 2016, № 4, pp. 1231–1267.
65. Cozian, Maurice et Alain Viandier, *Droit des sociétés*, 9e éd., Paris: Litec, 1996, 681 p.
66. Čang, Ha Džun. *23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu*, Beograd: Mali vrt, 2013, 356 str.
67. Dallago, Bruno. Corporate Governance and Governance Paradigms, *East-West Journal of Economics and Business*, Vol. 5, 2002, № 2, pp. 173–196.
68. Dankova, Petya. Contemporary Corporate Governance – Shifting of the Accents, *Ekonomski anali*, Vol. 51, 2006, № 1, pp. 43–61.
69. Donaldson, Lex. The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory, *The Academy of Management Review*, Vol. 15, 1990, № 3, pp. 369–381.
70. Easterbrook, Frank H. & Daniel R. Fischel, Corporate Control Transactions, *Yale Law Journal*, Vol. 91, 1982, № 4, pp. 698–737.
71. Eisenhardt, Kathleen M. Agency Theory: An Assessment and Review, *The Academy of Management Review*, Vol. 14, 1989, № 1, pp. 57–74.
72. Elkington, John. *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Michigan: New Society Publishers, 1998, 407 pp.
73. *Ekonomski rečnik*, Beograd: Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, 2001.
74. Fajol, Anri. *Opšti i industrijski menadžment*, превод, Novi Sad: Adižes, 2006, 184 str.
75. Fama, Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, Vol. 88, 1980, № 2, pp. 288–307.
76. Fama, Eugene F. & Michael C. Jensen. Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 1983, № 2, pp. 301–325.
77. Farrar, John H.; Nigel Furey, Brenda Hannigan, Philip Wylie. *Farrar's Company Law*, 4th ed., London: Butterworths Law, 1998, LXXXII+802 pp.
78. Ferran, Eilis. *Company Law and Corporate Finance*, Oxford: Oxford University Press, 1999, 658 pp.
79. File:Bob Tricker - Corporate Governancel.png,  
[https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Bob Tricker -  
Corporate Governancel.png](https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Bob_Tricker_-_Corporate_Governancel.png) <1.6.2017.>
80. Francis, Bill; Iftekhar Hasan, Liang Song, Maya Waisman. Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: Evidence from emerging markets, *Emerging Markets Review*, Vol. 15, 2013, pp. 57–71.
81. Galbraith, John Kenneth. *Novac. Odakle je došao, gde je otišao*, Beograd: Grmeč, 1997, 387 str.
82. Garvey, Gerald T. & Gordon Hanka. Capital Structure and Corporate Control: The Effects of Anti-takeover Statutes on Firm Leverage, *Journal of Finance*, Vol. 54, 1999, № 2, pp. 519–546.
83. Claessens, Stijn & B. Burcin Yurtoglu. Corporate governance in emerging markets: A survey, *Emerging Markets Review*, 15, 2013, pp. 1–33.

84. Davies, Paul (ed.) *Gower and Davie's Principles of Modern Company Law*, 8 ed., London: Sweet & Maxwell; 2008, 1108 pp.
85. Gill, Amiram. Corporate Governance as Social Responsibility: A Research Agenda, *Berkeley Journal of International Law*, 26, 2008, 2, pp. 452–478.
86. Gogan, Patrik A. *Integracije, akvizicije i restrukturiranje korporacija*, prevod, Novi Sad: Prometej, 2004, 838 str.
87. Goh, Chin Fei; Amran Rasli & Saif-Ur-Rehman Khan. Corporate governance: A literature review with a focus on the technology firms, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol. 129, 2014, pp. 39–45.
88. Govedarica, Milena. Managing Corporations, *Економика*, Vol. 62, 2016, № 2, pp. 125–137.
89. Gower, Laurence Cecil Burtlett. *Principles of Modern Company Law*, London: Sweet & Maxwell, 1992, xcv+809 pp.
90. Graham, John; Campbell R. Harvey, Shiva Rajgopal. The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 40, 2005, № 1–3, pp. 3–73.
91. Hamel, Joseph; Gaston Lagarde, Alfred Jauffret. *Droit Commercial*, t. I, vol 1 et 2, 2e éd., Paris: Dalloz, 1980, 624 et 802 p.
92. Hanousek, Jan; Evžen Kočenda, Jan Svejnar. Origin and concentration. Corporate ownership, control and performance in firms after privatization, *Economics of Transition*, Vol. 15, 2007, № 1, pp. 1–31.
93. Hart, Oliver. Corporate Governance: Some Theories and Implications, *The Economic Journal*, Vol. 105, 1995, № 430, pp. 678–689.
94. Hart, Oliver. *Firms, Contracts, and Financial Structure*, New York and Oxford: Oxford University Press, 1995, ix+228 pp.
95. Hart, Oliver D. Optimal Labour Contracts under Asymmetric Information: An Introduction, *The Review of Economic Studies*, Vol. 50, 1983, № 1, pp. 3–35.
96. Hart, Oliver & John Moore. Foundations of Incomplete Contracts, *The Review of Economic Studies*, Vol. 66, 1999, № 1, 115–138.
97. Hart, Oliver & Jean Tirole. Contract Renegotiation and Coasian Dynamics, *The Review of Economic Studies*, Vol. 55, 1988, № 4, pp. 509–540.
98. Hill, Jennifer & Charles M. Yablon. Corporate Governance and Executive Renumeration: Rediscovering Managerial Positional Conflict, *UNSW Law Journal*, Vol. 25, 2002, № 2, pp. 294–319.
99. Hodder, Leslie D. & Patrick E. Hopkins. Agency problems, accounting slack and banks' response to proposed reporting of loan fair values, *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 39, 2014, № 2, pp. 117–133.
100. Holmström, Bengt. Managerial Incentive Problems: A Dynamics Perspective, *The Review of Economic Studies*, Vol. 66, 1999, № 1, pp. 169–182.
101. Holmström, Bengt & John Roberts. The Boundaries of the Firm Revisited, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, 1998, № 4, pp. 73–94.
102. Hopt, Klaus J. & Eddy Wymeersch (eds.) *Comparative Corporate Governance*, Berlin and New York: Walter de Gruyter, 1997, XIV, 356 pp.

103. Jackall, Robert. *Moral Mazes: The World of Corporate Managers*, New York – Oxford: Oxford University Press, 1988, xi+249 pp.
104. Jensen, Michael C. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *Business Ethic Quarterly*, Vol. 12, 2002, № 2, pp. 235–256.
105. Jensen, Michael C. & William H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 4, 1976, № 3, pp. 305–360.
106. Jovanović, Jelena & Biljana Grujić. Historical Development of Corporate Governance as the Basis for Current Corporate Trends, *Економика*, Vol. 62, 2016, № 1, pp. 198–197.
107. Jovanović-Božinov, Mića; Momčilo Živković i Tatjana Cvetkovski, *Organizaciono ponašanje*, Beograd: Megatrend univerzitet primenjenih nauka, 2003, ix+441 str.
108. Kasolowsky, Boris. *Fiduciary Duties in Company Law: Theory and Practice*, Hamburg: NOMOS, 2003, 330 pp.
109. Kisić, Svetlana i Mileva Perović-Jovanović. *Економика предузећа. Principi i primena*, Beograd: Savremena administracija, 1999, XII+314 str.
110. Koevski, Goran. Socijalna odgovornost velikih akcionarskih društava, *Pravni život*, 2005, 11.
111. Orton, Oliver; Beatrice Meyer i Gordana Dostanić. *Korporativno upravljanje. Priručnik*, treće izdanje, Beograd: Međunarodna finansijska korporacija, 2011, XXXII+412 str.
112. Kraakman, Reiner; Paul Davies, Henry Hansmann, Gérard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Edward B. Rock (eds.) *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press, 2004, 248 pp.
113. La Porta, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer. Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, 54, 1999, № 2, pp. 471–517.
114. La Porta, Rafael; Florencio Lopez- de- Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106 1998, № 6, pp. 1113–1155.
115. Lah, Marko; Andrej Sušjan & Tjaša Redek. Corporate Communication and Economic Theory: An Institutional Perspective, *Journal of Economic Issues*, Vol. 50, 2016, № 1, pp. 121–144.
116. Lazonick, William. The Buyback Boondoggle, *BusinessWeek*, August 13, 2009.
117. Lazonick, William. The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained, *Seattle University Law Review*, Vol. 36, 2013, № 2, pp. 857–909.
118. Lazonick, William & Mary O'Sullivan. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, *Economy and Society*, Vol. 29, 2000, № 1, pp. 13–35.
119. Le Cannu, Paul. *La société anonyme à directoire*, Paris: Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1979, 398 p.

- 
120. Likert, Rensis. A Technique for the Measurement of Attitudes, *Archives of Psychology*, 22, 1932, № 140, pp. 5–55.
121. Lojpur, Anđelko. *Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije*, Podgorica: Ekonomski fakultet, 2004.
122. Mahohén, Jukka. Finland's National Report on Corporate Governance, The XVIII International Congress of Comparative Law, Washington D.C., 2010.
123. Mallin, Chriss. Institutional investors: the vote as a tool of governance, *Journal of Management and Governance*, Vol. 16, 2012, № 2, pp. 177–196.
124. Mallin, Chriss & Andrea Melis. Shareholder rights, shareholder voting, and corporate performance, *Journal of Management and Governance*, Vol. 16, 2012, № 2, pp. 171–176.
125. March, James G. & Herbert A. Simon. *Organizations*, New York: Wiley, 1958, 262.
126. Marks, Karl. *Kapital. Kritika političke ekonomije*, prevod, Beograd: Kultura, 1961, 1626 str.
127. Marris, Robin. *The economic theory of "managerial" capitalism*, New York: Free Press of Glencoe, 1964, xviii+346 pp.
128. Marschak, Jacob & Roy Radner. *Economic theory of teams*, New Haven: Yale University Press, 1972, 345 pp.
129. Mikavica, Nebojsa. *Corporate Governance in Serbia*, A thesis submitted for the degree of Executive MBA 2014, Thessaloniki: International Hellenic University, 2016.
130. Mitnick, Barry M. Fiduciary rationality and public policy: The theory of agency and some consequences. Paper presented at the 1973 Annual Meeting of the American Political Science Association, New Orleans, LA. In Proceedings of the APSA, 1973 (formerly available from Xerox University Microfilms and, later, UMI Serials).
131. Mitnick, Barry M. Origin of the Theory of Agency. An Account by One of the Theory's Originators, <http://www.pitt.edu/~mitnick/agencytheory/agencytheoryoriginrev11806r.htm>, 2006. <8.4.2017.>
132. Mitnick, Barry M. Regulation and the Theory of Agency, *Review of Policy Research*, 1, 1982, № 3, pp. 442–453.
133. Moe, Terry M. The New Economics of Organization, *American Journal of Political Science*, Vol. 28, 1984, № 4, pp. 739–777.
134. Monks, Robert A.G. & Nell Minow. *Corporate Governance*, 3rd ed., Malden: Blackwell Publishing, 2004, xvi+564 pp.
135. Monsallier, Marie-Christine et Alain Viandier. *L'aménagement contractuel du fonctionnement de la société anonyme*, Paris: LGDJ, 1998, XII+447 p.
136. Morck, Randall and Bernard Yeung, Agency Problems in Large Family Business Groups, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 27, 2003, № 4, pp. 367–382.
137. *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 1999, 43 pp.
138. Pagano, Marco & Paolo F. Volpin. The Political Economy of Corporate Governance, *American Economic Review*, 95, 2005, № 4, 1005–1030.
-

139. Pennington, Robert R. *Company Law*, 7th ed., London: Butterworth Legal Publishers, 1995, xcv+1082 pp.
140. Perrow, Charles. Economic Theories of Organization, *Theory and Society*, 15, 1986, № 1–2, pp. 11–45.
141. Petrović, Milan. *Nauka o upravljanju kao pretpostavka upravne politike (Opšti deo)*, 2. ispravljeno izdanje, Niš: Pravni fakultet Centar za publikacije, 2011, 404 str.
142. Pistor, Katharina; Martin Raiser & Stanislav Gelfer. Law and finance in transition economies, *Economics of Transition*, 8, 2000, № 2, pp. 325–368.
143. Plessis, Jean Jacques Du; James McConwill, Mirko Bagaric. Principles of Contemporary Corporate Governance: 2nd Ed., New York: Cambridge University Press, 2005, xxii+394 pp.
144. **Rajnović, Ljiljana.** Agencijski problem u funkcionisanju korporativnog upravljanja, *Pravni život*, godina 57, 2007, str. 271–279.
145. **Rajnović, Ljiljana.** Društveno odgovorno poslovanje u funkciji poboljšanja privrednog ambijenta u Republici Srbiji, *Ekonomski vidici*, 21, 2016, № 1, str. 1–13.
146. **Rajnović, Ljiljana.** *Korporativno upravljanje u Republici Srbiji – uporedno pravni aspekti*, Doktorska teza, Beograd: Fakultet za preduzetnički biznis, Univerzitet Union Nikola Tesla, 2014.
147. **Rajnović, Ljiljana.** Unapređenje korporativnog upravljanja u funkciji poboljšanja ekonomske efikasnosti privrednih društava, Međunarodna konferencija *Menadžment, preduzetništvo i investicije u funkciji privrednog rasta i zapošljavanja*, 3. oktobar 2014, Beograd: Institut za poslovna istraživanja MBA, 2015, str. 201–214.
148. **Rajnović, Ljiljana.** Fiducijarna dužnost većinskog vlasnika u društvu kapitala, *Pravni život*, godina 57, 2011, 242–251.
149. **Rajnović, Ljiljana;** Jonel Subić i Nebojša Zakić. *Organizaciono i finansijsko restrukturiranje privrednih društava u funkciji poboljšanja privrednog ambijenta u Republici Srbiji*, Beograd: Institut za ekonomiku poljoprivrede, 2016, 274 str.
150. Redmond, William. Evolution of Corporate Governance Principles among U.S. Firms, *Journal of Economic Issues*, 44, 2010, № 3, pp. 615–627.
151. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, London: Gee, 1992, 91 pp.
152. Rodière, René. *Droit commercial*, Paris: Editions Dalloz, 1980, 484 p.
153. Ross, Stephen A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *American Economic Review*, 63, 1973, № 2, pp. 134–139.
154. Schapiro, Susan P. Agency Theory, *Annual Review of Sociology*, Vol. 31, 2005, pp. 263–284.
155. Sharfman, Bernard S. Understanding Maryland's Business Judgment Rule, *Duquesne Business Law Journal*, Vol. 8, 2006, № 1, pp. 1–33.
156. Shleifer, Andrei & Robert W. Vishny. A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997, № 2, pp. 737–783.
157. Smit, Adam. *Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda*, prevod, Beograd: Kultura, 1970, 1310 str.



158. Shleifer, Andrei & Robert W. Vishny. Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 1986, № 3.1, pp. 461–488.
159. Spence, A. Michael & Richard Zeckhauser. Insurance, information, and individual action, *American Economic Review*, Vol. 61, 1971, № 2, pp. 380–387.
160. Sredojević, Slađana. Društvena odgovornost korporacije, *Bankarstvo*, god. 35, 2006, № 7–8, str. 4–17.
161. Stearns, Linda Brewster. Capital Market Effects on External Control of Corporations, *Theory and Society*, Vol. 15, 1986, № 1–2, pp. 47–75.
162. Stepanov, Sergey & Anton Suvorov. Agency problem and ownership structure, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 133, 2017, pp. 87–107.
163. Stout, Lynn A. On the Rise of Shareholder Primacy, Signs of Its Fall, and the Return of Managerialism (in the Closet), *Seattle University Law Review*, Vol. 36, 2013, № 2, pp. 1167–1185.
164. Taboroši, Svetislav. Društvena odgovornost kompanija, *Pravni život*, 2005, № 11.
165. Thompson, Steve & Mike Wright. Corporate Governance: The Role of Restructuring Transactions, *The Economic Journal*, Vol. 105, 1995, № 430, pp. 690–703.
166. Tosi, Henry L. Jr. Quo Vadis? Suggestions for future corporate governance research, *Journal of Management and Governance*, Vol. 12, 2008, № 2, pp. 153–169.
167. Tricker, Robert Ian. *Corporate Governance. Practices, Procedures, and Powers in British Companies and their Boards of Directors*, Aldershot: Gower Publishing, 1984, vii + 319 pp.
168. USA: Capital investment, percent of GDP, [http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital\\_investment/](http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital_investment/) <6.4.2017.>
169. Vanteeva, Nadia & Charles Hickson. Gerschenkron Revisited: The New Corporate Russia, *Journal of Economic Issues*, Vol. 49, 2015, № 4, pp. 978–1007.
170. Vidal, Dominique. *Grands arrêts du droit des affaires*, Paris: Sirey, 1992, XX+614 p.
171. Votson, Alan. *Pravni transplanti – pristup uporednom pravu*, Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu – Institut za uporedno pravo, 2000, 193 str.
172. Walsh, James P. & James K. Seward. On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms, *The Academy of Management Review*, Vol. 15, 1990, № 3, pp. 421–458.
173. Wheeler, Sally. An Alternative Voice In and Around Corporate Governance, *UNSW Law Journal*, Vol. 25, 2002, № 2, pp. 556–579.
174. Williams, Karel. From shareholder value to present-day capitalism, *Economy and Society*, Vol. 29, 2000, № 1, pp. 1–12.
175. Williamson, Oliver E. *The economics of discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firm*, New Jersey: Prentice-Hall, 1964, 182 pp.

176. Winter, Sidney G. Jr. Economic “Natural Selection” and the Theory of the Firm, *Yale Economic Essays*, Vol. 4, 1964, № 1, pp. 225–272.
177. Živković, Momčilo. *Ekonomika i organizacija poslovanja*, Beograd: Megatrend univerzitet, 2007, viii+382 str.



## ИЗВОДИ ИЗ РЕЦЕНЗИЈА

*Глобално посматран, рад садржи битне елементе економског и правног истраживања са могућношћу примене у привреди, а првенствено у ефектуирању пословања привредних друштава, заснован на последњим расположивим подацима, упражњавајући најадекватније технике израчунавања ефективности корпоративног управљања. Прелазећи на анализу по поглављима, констатује се професионално истицање главних карактеристика аспеката који се истражују и формулисање неких рационалних предлога, као што ће се приказати у наставку овог реферата. (...) У монографији су истакнути главни аспекти који се односе на предности примене добрих правила корпоративног управљања у прилагођавању привредних друштава окружењу. Акцент је стављен на опис препорука примене могућих решења проблема корпоративног управљања, економску ефективност и предности примене добрих правила корпоративног управљања. Монографија се базира на богатој стручној литератури из земље и иностранства, на стручним студијама и чланцима, извештајима домаћих и међународних тела, на нормативним актима, личном искуству у домену корпоративног управљања и на значајној документацији и информисању у привредним субјектима.*

Др Душко Димитријевић

*Монографија структурирана у 7 поглавља и закључка, успева да спозна главне аспекте који се односе на корпоративно управљање као део пословне стратегије компанија. Акцент је стављен на економску ефективност примене адекватних правила корпоративног управљања (...). Монографија се базира на бројној стручној, домаћој и страниј литератури, на стручним чланцима и другим истраживањима, извештајима домаћих и међународних субјеката, на регулаторном оквиру, богатој пракси, личном искуству аутора и на значајним јавним подацима и информисању. (...) Монографија истиче потребу континуираног истраживања у овој области и дефинисања најбољих могућих решења за уређење корпоративног управљања. Истовремено приказује регулативу корпоративног управљања која је различита у државама у зависности од многих интерних и екстерних фактора који имају незаобилазан утицај на привреду земаља.*

Др Јонел Субић

*Значај рада огледа се и у томе што приказује стање привредних друштава и значај примене правила доброг корпоративног управљања. Значајан научни допринос представља анализа стања у привредним субјектима у Републици Србији, што омогућава сагледавање потреба примене добрих правила реструктурирања који ће позитивно деловати на функционисање привредних*

друштва и уједно целокупног привредног амбијента у Републици, уз давање примера добре праксе корпоративног управљања. Монографија уз то даје приказ сазнања о утицају примене добрих правила корпоративног управљања на привредна друштва, наглашава потребу прилагођавања друштва окружењу, на привреду Републике Србије у целини, као и на друга лица заинтересована за пословање привредних друштва. (...) Научни допринос, на крају, представља анализа стања у бројним привредним субјектима, што указује на потребу примене адекватних правила корпоративног управљања, којим би се постигла боља економска ефикасност сваког привредног субјекта укључујући и привреду Републике Србије.

Др Мирољуб Хацић

Поред наведеног, значај овог рада огледа се и у томе што приказује постојеће стање привредних друштва у нашој привреди и значај примјене правила доброг корпоративног управљања. Управо, анализа стања у привредним субјектима у Републици Србији представља значајан научни допринос, пошто се тиме омогућава сагледавање потреба примјене добрих правила реструктурирања који ће позитивно дјеловати на функционисање привредних друштва и уједно целокупног привредног амбијента у Републици, уз давање примјера добре праксе корпоративног управљања. Рукопис даје и приказ сазнања о утицају примјене (добрих) правила корпоративног управљања на привредна друштва, наглашавајући потребу прилагођавања друштва окружењу, затим на привреду Републике Србије у цјелини, као и на друга лица – интересенте. У оквиру тога, рад даје значајне предлоге унапређивања регулаторног оквира пословања привредних друштва, уз сагледавање стања у привредним друштвима у којима је потребно спровести корпоративно управљање, као и (идејна) рјешења унапређења правила корпоративног управљања.

Др Милош Кастратовић









CIP - Каталогизација у публикацији -  
Народна библиотека Србије, Београд

005.21:334.72.021

РАЈНОВИЋ, Љиљана, 1961-

Корпоративно управљање као део пословне стратегије компанија /  
Љиљана Рајновић, Рајко Буквић. - Београд : Институт за економику  
пољопривреде, 2017 (Београд : Дис публик). - илустр. - 228 стр. ; 25 cm

Тираж 300. - Напомене и библиографске референце уз текст. -  
Библиографија:  
стр. 215-225.

ISBN 978-86-6269-057-9

1. Буквић, Рајко, 1953- [аутор]

а) Корпоративно управљање

COBISS.SR-ID 237169420

