ВИСОКА ПОСЛОВНА ШКОЛА
СТРУКОВНИХ СТУДИЈА – БЛАЦЕ
Часопис из области економије, менаџмента и информатике *„БизИнфо“*
Број 1/2010, стр. 1 – 11
Адреса: Краља Петра I, бр.70, 18420 Блаце

УНАПРЕЂЕЊЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У СРБИЈИ

IMPROVEMENT OF CORPORATE GOVERNANCE IN SERBIA

Валентина Мирковић
Јасминка Ђуровић
Висока пословна школа струковних студија, Блаце

Резиме: *У покушају да установи тржишно оријентисану економију у постсоцијалистичком периоду (попут осталих транзиционих економија) Србија се суочила (и суочава се) са озбиљним изазовима креирања економског система, формирања адекватних и неопходних исниституција и увођење реда у друштву са циљем побољшања економских перформанси. У том контексту, корпоративно управљање је уочено као круцијални део процеса реформи. Имајући у виду значај "интервенција" обављених у претходних пар година у нормативном уређењу корпоративног управљања и области заштите инвеститора, може се рећи да је Србија на путу побољшања овог неопходног механизма управљања корпорацијама.*
Кључне речи: *корпоративно управљање, институције, корпорације.*

Abstract: *In an attempt to establish a market-oriented economy in the post-socialist period (like other transition economies), Serbia has faced (and faces) with the serious challenges of creating economic system, establishment of adequate and necessary institutions and introduction of order in society with the aim of improving economic performance. In this context, corporate governance was identified as a crucial part of the reform process. Bearing in mind the importance of "intervention" performed in the last few years in the normative regulation of corporate*

governance and investor protection, we can say that Serbia is on the way to improve this necessary corporate governance mechanism.
Key words: *korporativno upravljanje, institucije, korporacije.*

1. УВОД

Корпоративно управљање треба да осигура стратешко вођење корпорације одбору управе, надзор рада менаџера, али и полагање рачуна корпорацији и акционарима. То и такво корпоративно управљање захтева поштовање правила и законитости управљања предузећем. У ту сврху неопходан је ефикасан и ефективан регулаторни оквир у коме предузећа послују, односно такво институционално окружење које подстиче и унапређује корпоративно управљање.

Видљив прогрес је направљен у области законске регулативе корпорација и хартија од вредности у последњих неколико година у Србији. Посебно значајне интервенције и рекострукције су направљене у промоцији развоја приватног сектора, обарања инфлације, дерегулације, побољшања јавне администрације. Услови релативног нереда и дискриминаторске регулације, који су били карактеристични за период масовне приватизације у Србији, рапидно су се променили у последњих пар година.

Након двогодишње припреме, у јуну 2006. године, Влада Репубике Србије усвојила је неколико закона, који ће регулисати ефикасније сферу корпоративног управљања, финансијски и рачуноводствени менаџмент као и активност тржишта капитала. Овај пакет закона који садржи Закон о преузимању, Закон о инвестиционим фондовима, Закон о рачуноводству и ревизију и нови Закон о тржишту хартија од вредности и осталих финанијских инструмената[1] хармонизиран је са европским стандардима. Правни систем у Србији сада регулише корпоративни сектор и тржиште капитала на конзистентан начин са компаративном регулативом у развијеним Европским земљама. Ипак, неке опције закона су усвојене прекасно и то на крају приватизационог процеса, када су јаки "домаћи" и страни инвеститори искористили све позитивне ефекте куповине потцењених српских корпорација.

[1] Службени Гласник РС, бројеви: 55/2004, 84/2004,125/2004, 01/2005, 24/2005, 01/2006, 46/2006

2. СКОРИЈА ДЕШАВАЊА НА ПОЉУ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

Изазови који у Србији стоје пред корпоративним управљањем нарочито су озбиљни имајући у виду чињеницу да наша земља свакако заостаје у квалитету управљања предузећима за другим, посебно развијеним земљама. Узроци су многобројни и крећу се од претходне слабе законодавне и пратеће регулације, преко историјског наслеђа, посебно из доба самоуправног социјализма, па све до сталног мешања политике у послове предузећа са идејом исправљања уочених институционалних и интерних слабости.

Карактеристика управљања предузећима у Србији су и схватања и навике како запослених тако и директора који су проистекли из њиховог рада у друштвеном и државном сектору. Тај менталитет умногоме кочи реформу управљања у нашим предузећима. "Добро корпоративно управљање предузећу омогућава да премости јаз и успостави баланс између интереса оних који управљају предузећем и његових власника – акционара, истовремено увећавајући поверење инвеститора, кредитора, запослених и купаца што представља једину стабилну основу развоја и дугорочног присуства на тржишту"[2]

Успешност домаћих предузећа зависиће од тога колико је њихов менаџмент спреман да промени досадашњу пословну филозофију и да кроз унапређење система корпоративног управљања допринесе побољшању свог положаја на дуги рок.

Промена укорењене пословне праксе која почива на менталитету, обичајима, правној и политичкој традицији, у основи представља дуготрајан процес. У том смислу, пракса доброг корпоративног управљања у развијеним земљама може да послужи као основа која ће се у мањој или већој мери прилагодити специфичном пословном окружењу карактеристичном за Србију. Такође, не треба занемарити значај етичких стандарда и препорука међународних финансијских институција и других државних или приватних удружења. Да ли ће их и у којој мери применити зависи од воље самог предузећа да

[2] Анђелић, М., и др., *Увод у корпоративно управљање*, Београдска берза, Београд, 2004, стр. 8

повећа своје учинке, развије партнерски однос са свим занитересованим странама и тиме увећа атрактивност за потенцијалне инвеститоре. Истовремено, усвајање међународно признатих принципа побољшало би и олакшало наступ домаћих предузећа на страним тржиштима што би у крајњој линији побољшало конкурентност целокупне српске привреде.

Међутим, треба истаћи да су многа питања везана за корпоративно управљање више етичке него правне природе, што имлицира потребу да се високи квлаитет корпоративног управљања постигне само у ситуацији када је понашање учесника на тржишту у складу са добровољно усвојеним етичким стандардима. У Србији се ствари покрећу са мртве тачке: Усвојен је Закон о привредним друштвима[3], Привредна комора је донела Кодекс о корпоративном управљању[4], у току је пројекат *IFC* (Међународне финасијске корпорације) о унапређењу корпоративног управљања у Србији, неке корпорације по угледу на своје партнере у свету доносе сопствене кодексе и сл., а све то у циљу да се српска привреда учини привлачном за страни капитал и инвестиције, јер само сигуран и здрав привредни амбијент може бити атрактиван за улагање. Управо виши ниво заштите акционара (што је и основа корпоративног управљања) значи и виши ниво атрактивности домаћих предузећа за инвестиције. Без доброг корпоративног управљања немогућа је дугорочна конкурентност предузећа а тиме и здрава и витална национална економија.

Нови Закон о привредним друштвима , углавном базиран на пракси Европске уније, означава значајан напредак у поређењу са претходним Законом о предузећима. Овај закон, који представља регулаторну базу за успостављање односа између акицонара и менаџмента укључују проблеме попут:

- делокруга, имплементације и заштите права акционара;
- структуре, обавеза и одговорности управљачких тела
- судске и остале форме заштите.[5]

---

[3] Закон о привредним друштвима, Службени гласник РС бр.125 /04

[4] Кодекс корпоративног управљања, Службени Гласник РС, број 01/2006.

[5] Denčić-Mihajlov, K., *Corporate Governance in Serbia: an overview of Recent Developments*, Facta Universitatis, series: Economics and organization vol.3, Nmb 2, 2006, pg169-177

Закон о привредним друштвима садржи побољшања у областима везаним за корпоративно управљање, пословне комбинације, конверзију форма корпорације, захтева за обелодањивање информација, транспарентности и ликвидацију корпорације и банкротство. Прописи везани за ограничену одговорност корпорација су ограничени. Такође, видна су побољшања у области процедура за регистрацију нових корпорација и документације потребне за то, доношењем Закона о регистрацији привредних субјеката јануара 2005. године.

Закон о тржишту хартија од вредности и осталих финансијских инструмената регулише директно активности на финансијском тржишту и садржи елементе корпоративног управљања укључивањем прописа везаних за:

- обавезу "јавних" компанија да јавност обавештавају о својим активностима;
- дужност обезбеђивања истинитих и тачних информација;
- публиковања битних унутрашњих информација и начина њиховог коришћења;[6]

Посебан прогрес у регулисању праксе корпоративног управљања остварен је усвајањем Закона о преузимању. Важност овог Закона који регулише процедуру понуде преузимања на српском тржишту је у чињеници да је он у потпуности хармонизован са Директивом о понудама за преузимање (2004/25/EC) усвојене од стране парламента ЕУ и Савета ЕУ априла 2004. Кључни принципи овог Закона се односе на:

- једнак третман свих акционара у нуђеној корпорацији,
- довољно време и информације које ће омогућити власницима акција корпорације која је предмет преузимања да донесу праву одлуку о понуди,
- понашање одбора компаније која је предмет понуде у интересу свих акционара,
- спречавање стварања лажног (вештачког) тржишта за акције корпорације која је предмет понуде, компаније која нуди преузимање или неке друге корпорације која је везана за понуду,

[6] Шешкар, Л., *Копроративно управљање у Србији*, Шести округли сто пакта за стабилност Југоисточне Европе, Истанбул, 2006.

- објављивање понуде компаније која нуди преузимање након испуњења било којих услова,
- не спречавања корпорације која је предмет понуде да води своје послове током понуде преузимања.

Нова законска решења требало би да произведу виши ниво заштите мањинских акционара и једнак статус свих власника. Закон је увео прописе везане за "*sell-out*" і "*squeez-out*"[7] права, успостављањем праведне цене у важећој понуди као и креирање адекватног "терена" који гарантује квалитетно информисање свим учесницима у понуди. Стављањем на снагу нових законских прописа подигнут је ниво транспарентности корпоративне контроле са једне стране, и успостављена је забрана манипулација и утицај на акционаре циљне компаније, са друге стране.

У задњих неколико година, значајан број европских земаља је усвојио добровољни кодекс корпоративног управљања на националном или интернационалном нивоу са циљем боље заштите интереса инвеститора. У том правцу ишла је и Србија па је почетком 2006. године[8] Привредна Комора Србије усвојила Кодекс корпоративног управљања. Циљ Кодекса је био побољшање праксе управљања у корпорацијама које се котирају на берзи (*Listed Companies*) као и повећање транспарентности корпоративног управљања што је могуће више у специфичном троуглу између инвеститора, менаџера и надзорних органа.

Правила и препоруке Кодекса представљају покушај додатака важећем сету државних закона. Само чланство у Привредној комори Србије имплицира прихватање Кодекса за компаније листиране на Београдској берзи. Такође, исте могу добровољно прихватити неки други Кодекс корпоративног управљања, под условом да права и обавезе акционара, менаџера и надзорних органа дефинисана алтернативним кодексом, задовољавају минимум захтева дефинисаних овим Кодексом. Иако се правила корпоративног управљања дефинисана Кодексом односе на листиране компаније, и оне које то нису су охрабрене да поштују ове препоруке.

---

[7] Посебно је интересантан ,,squez-out,, који подразумева право власника који поседује 90 или 95% да (по фер цени) откупи преостале акције.

[8] Кодекс корпоративног управљања, Службени Гласник РС, број 01/2006.

У неким успешним "отвореним" компанијама у Србији евидентирана је примена стандарда и "најбоље праксе" (*best practice*) корпоративног управљања. Анализом главних правила и препорука Кодекса корпоративног управљања утврђен је високи степен конвергенције између српског кодекса корпоративног управљања и истих у земљама ЕУ. Неке различите тачке су наглашене (што је у складу са поштовањем националних специфичности), али јединствена карактеристика је да је пракса доброг корпоративног управљања корисна за "отворене" корпорације, тржиште и све заинтересоване стране (тзв. *стејкхолдери*).

3. УНАПРЕЂЕЊЕ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

Према неким скорим истраживањима значајно унапређење корпоративног управљања примећено је почетком 21 века. На основу три индикатора управљања (глас и одговорност, квалитет регулисања и контрола корупције), *Кауфманнов* извештај[9] потенцира значајне промене у корпоративном управљању у Србији у периоду од 1996 до 2004. године. Према Кауфманну у посматраном периоду нису евидентиране промене у остале три димензије корпоративног управљања – ефективност управљања, политичка нестабилност и насиље и трошкови регулисања.

У EBRD пројекту оцене корпоративног управљања[10] 27 европских земаља је посматрано у светлу промена законодавства током 2003. године. Земље су рангиране од "А" - земље са високим степеном усаглашености са OECD Принципима копроративног управљања, до "Е" -земље са врло ниском усаглашеношћу система корпоративног управљања. Према резултатима процене СЦГ је побољшала свој положај у 2003. години на земље са средњом усаглашеношћу (табела 1.). Глобално посматрано законски оквир је побољшан и усаглашен са међународним стандардима.

[9] доступно на :http://www.ebrd.com(country)

[10] доступно на :http://www.ebrd.com/contry sector/low/corgov/aqsess/TransitionReport,2005

Табела 1. Ниво усаглашености са међународним стандардима

ВЕОМА ВИСОКА САГЛАСНОСТ	ВИСОКА САГЛАСНОСТ	СРЕДЊА САГЛАСНОСТ	НИСКА САГЛАСНОСТ	ВЕОМА НИСКА САГЛАСНОСТ
(ниједна)	**Јерменија**	**Албанија**	**БИХ**	**Азербејџан**
	БЈР Македонија	**Бугарска**	**Грузија**	**Белорусија**
	Мађарска	**Хрватска**	**Румунија**	**Таџикистан**
	Казахстан	**Чешка**	**Туркистан**	**Украјина**
	Латвија	**Естонија**		
	Литванија	**Киргистан**		
	Молдавија	**СЦГ**		
	Пољска	**Словачка**		
	Русија	**Словенија**		
		Узбекистан		

Извор: EBRD, Извештај о транзицији 2005. године

Главни налаз *FSAP-a* (*Financial Sector Assesment Program*) заједничког пројекта Светске банке и *EBRD-a*[11] је да иако је Србија остварила значајан прогрес у макроекономској стабилизацији доста посла остаје у оквиру корпоративног управљања. Битне слабости су таксативно набројане:

- незадовољавајућа транспарентност власништва,
- незадовољавајуће финансијско извештавање,
- одговорност одбора,
- заштита мањинских акционара у децентрализацији капитала и преузимања,
- слаби институционални капацитети,
- нерегулисана сфера деловања инвестиционих фондова.

Од новембра 2005, када је *FSAP* извештај објављен, оквир корпоративног управљања у Србији се континуирано унапређује и у овом моменту се може рећи да има још само пар слабости (првенствено у области примене права).[12] Корпоративно управљање у Србији је предмет интензивније активности и разматрања тек последњих неколико година. Доста фактора резултирало је

[11] Shleifer A, Vishny W R, *A Survey of Corporate Governance.* Journal of Finanse, No52. 1997, Year2005. pg.29

[12] Закон о рачуноводству и ревизији, Закон о преузимању, Закон о инвестиционим фондовима су донети током 2006., дакле након давања ове оцене.

ограниченим интересовањем за реформу корпоративног управљања. Наиме, већина корпорација је и даље контролисана од стране власника и не котира се на Београдској берзи. Од 1869 регистрованих корпорација њих 1062 се котира на националној берзи, док само 32 су субјект свакодневне трговине на Београдској берзи. [13]

Још увек траје приватизација највећих државних корпорација. Ипак, прогрес је евидентан у целокупној српској привреди у 2006. години у следећем: (оцена Европске комисије из новембра 2006. године, кратак преглед)

- Општа оцена напретка Србије је позитивна, да није проблема са Хашким трибуналом, преговори о Споразуму о стабилизацији и придруживању били би задовољавајући;
- Решени су многобројни недостаци уочени у прошлогодишњем извештају Комисије;
- Неколико области остају критичне тачке са дужим нерешеним проблемима (неразвијеност приватног сектора, мешање државе у привредни живот, (не)зависност судова, корупција, заштита конкуренције);
- Испољава се класичан проблем земаља кандидата, као и код других земаља усвајање закона је лакши део, а спровођење и примена су много тежи.

Међународна агенција за утврђивање кредитног бонитета *Fitch* доделила је дугорочном дугу Републике Србије рејтинг ББ – оценивши истовремено перспективе рејтинга као стабилне. Реч је о глобалним обвезницама у доларима које доспевају 2024. године, емитованим као покриће дуга Лондонском клубу, као и домаћим обвезницама у еврима, емитованим за измирење обавеза по основу девизне штедње. Краткорочни дуг добио је рејтинг Б. Предходно је од стране агенције *Standard and Poors* Srbiji додељен рејтинг Б плус (Б+), који је слабији од *Fitchovog*.

Привреда Србије у 2006. години снажно је кренула у широком фронту. У овој години је постигнута стабилизација раста цена са скоро 18% на крају 2005, на 6,6% на самом крају 2006. године. Индустријска производња и извоз бележе значајан раст, успорава се

[13] Годишњи извештај Београдске берзе 2006. године на :http://belex.co.yu/srp/oberzi/pregled/godisnji-izvestaj.pdf

раст увоза и спољнотрговинског дефицита, смањена је понуда новца и заустављен раст инфлације. Раст индустријске производње у периоду јануар – септембар 2006. године у односу на исти период предходне године износио је 5,5%. Раст производње је забележен код сектора за вађење руда и камена, прерађивачке индустрије и производње а највећи пораст је остварила прерађивачка индустрија од 6,4%.

У спољнотрговинској размени у првих девет месеци 2006. године раст извоза у доларима износио је 27,8%, раст увоза износио је 22,0%, а раст спољнотрговинског дефицита 17,1% у односу на исти период прошле године. Чврста монетарна политика довела је до повећања девизних резерви НБС. Монетарна политика била је усмерена на смањење инфлаторних притисака и снижавање месечних стопа инфлације. Позитиван сигнал за инвеститоре представља и *Извештај светске банке "Пословање у 2007"* у коме се оцењује да је Србија поправила услове за пословање и да је од 175 земаља са 92. позиције прешла на 68. позицију. Последји извештај Светске банке који мери услове пословања у 2008.години рангира Србију као 86.земљу од 178 земаља. Испред нас су готово сви наши суседи.Такође, најновија оцена EBRD-а за напредак у транзицији у 2008. години износи 2,85 што је побољшање у односу на претходну годину када је вредност оцене била 2,7. Највећи проблем за српску привреду представља инфлаторни притисак и велика јавна потрошња.

Да резимирамо, унапређење корпоративног управљања траје и даље, с тим што смо сваког дана све ближи оптималном нивоу ефикасности корпоративног управљања који би српску привреду могао сврстати у ред конкурентних.

4. ЗАКЉУЧАК

Добро корпоративно управљање је важно на више различитих нивоа. С'једне стране, на нивоу самог привредног друштва корпоративно управљање омогућава лакши и повољнији приступ новом капиталу. С'друге стране друштва којима се добро управља дају бољи допринос националној привреди и развоју друштва уопште.

Циљ унапређења корпоративног управљања у Србији је, пре свега, обезбедити дугорочан и одржив економски развој кроз стварање конкурентних и добро вођених предузећа. Наиме, једна економија се (у агрегатном смислу) састоји из предузећа и није могуће очекивати да она напредује и развија се док предузећа која је чине, лоше послују и остварују губитке. Дакле, економски развој је могуће остваривати тек када се унапреди корпоративно управљање у предузећима.

ЛИТЕРАТУРА

1. Анђелић, М., и др., *Увод у корпоративно управљање*, Београдска берза, Београд, 2004.
2. Бабић., В. *Корпоративно управљање у условима транзиције.: монографија,* Економски факултет, Крагујевац, 2004.
3. Бабић. В. *Корпоративно управљање у транзицији: власништво, контрола, менажерске компетенције*, Економски факултет. Крагујевац. 2006.
4. Denčić-Mihajlov, K., Corporate Governance in Serbia: an overview of Recent Developments, Facta Universitatis, series:Economics and organization vol.3, Nmb 2, 2006, pg169-177
5. *Закон о привредним друштвима*, Службени гласник РС број 125/04
6. *Кодекс корпоративног управљања*, Службени Гласник РС, број 01/2006
7. Шешкар, Л., *Копроративно управљање у Србији*, Шести округли сто пакта за стабилност Југоисточне Европе, Истанбул, 2006.
8. Shleifer, A., Vishny, WR., *A Survey of Corporate Governance.* Journal of Finanse, No52, Year 2005.
9. www.ebrd.com
10. www.belex.co.yu