

Dr Marija Čolak Mihalik*

KORPORACIONO UPRAVLJANJE I MODELI KORPORACIONOG UPRAVLJANJA



Prilog dr Marije Čolak Mihalik "Korporaciono upravljanje i modeli korporacionog upravljanja" daje kratak osvrt na osnovne karakteristike korporacije i korporacionog upravljanja i postojećih modela korporacionog upravljanja. Rad je posebno interesantan jer su naša praktična iskustva na ovom polju veoma skromna.

Korporaciono upravljanje je poslednjih godina izuzetno aktuelno područje. Upravo je to i opredelilo autora za rad na ovoj problematici. U okviru rada prezentovaće se neki od faktora koji su doprineli aktuelnosti ove teme, uz kratak osvrt na korporaciju i njene karakteristike, korporacijsko upravljanje i nešto detaljniju prezentaciju postojećih modela korporacionog upravljanja. Prezentovaće se samo neke od njihovih karakteristika, bez pretenzije da će lista istih time biti iscrpljena. To će se učiniti na bazi teorijskih saznanja, pošto su naša praktična iskustva u tom domenu izuzetno skromna.

* Vojvodanska banka ad Novi Sad

Na samom početku rada kratak osvrt na neke od faktora koji su doprineli aktuelnosti korporacionog upravljanja.¹ U lepezi tih faktora značajno mesto pripada procesu privatizacije, a samim tim i iznalaženju mogućnosti za unapređenje kako poslovanja tako i odlučivanja u privatizovanom preduzeću. Pomenuti autori, kao drugi faktor ističu talas integracija (spajanja i pripajanja, odnosno preuzimanja) korporacija tokom 1980-ih u SAD i 1990-ih u Evropi, odnosno globalnih integracija (internacionalnih i interkontinentalnih) krajem XX veka, koji je pokazao da su mnoge kompanije bile “uspavane”, odnosno nedovoljno dobro vođene, pa su tako postale plen

akcije neprijateljskog preuzimanja. Na način upravljanja korporacijama u mnogome je uticalo i povećanje značaja institucionalnih investitora, a posebno penzionih fondova. Kao jedan od faktora može se istaći i globalizacija finansijskog tržišta kapitala uključujući i njegovu deregulaciju, a posebno u Evropi. Niz kriza i skandala koji su se desili (azijska 1997. godine, ruska 1998. godine i najnoviji bankroti i skandali u SAD 2001. i 2002. godine) bili su, nesumnjivo, ukazuju autori, rezultat slabosti korporativnog upravljanja.

Budući da akcionarsko društvo po svom privrednom, pravnom karakteru i značaju, uglavnom, danas i dominira u praksi, a imajući u vidu i suštinu samoga rada, učiniće se kratak osvrt na istorijat istih.

Korporacija ili akcionarsko društvo je veoma stara institucija koja je ranije imala nešto drugačiju ulogu u odnosu na današnju.

Po nekim autorima, prva akcionarska društva nastala su još u 17. veku kada su koncentracijom ogromnog kapitala potrebnog

kako za izgradnju trgovinskih i vojnih lađa, te za eksploataciju novoosvojenih kolonija ustanovljena velika prekomorska kolonijalna društva. Prvo takvo društvo bilo je holandsko-istočnoindijsko društvo, ustanovljeno 1602. godine, a nakon toga je taj model presnimljen na slična društva u Francuskoj i Engleskoj.² Ovaj oblik organizacije se kasnije proširio i na druga područja: pomorsku trgovinu, banke i osiguranje.

U 18. veku je zbog špekulacija, nepoštenja i finansijskih obaveza bila toliko diskreditovana da je od 1720. godine bila zabranjena u zemljama engleskog govornog područja. Početkom 19. veka ponovo se pojavljuje

u SAD i V. Britaniji uz znatna ograničenja, da bi polovinom istog stoleća opet bila opšteprihvaćeni oblik prikupljanja kapitala za poslovne poduhvate, a početkom 20. veka postala “komercijalni instrument” velike finansijske snage i efikasnosti.

U literaturi se takođe ističe da je prvi pravni propis koji je regulisao uređenje akcionarskog društva bio francuski “Code de commerce” iz 1807. godine

O značaju akcionarskih društava mnogo govore stavovi pojedinih autora. Ovom prilikom evo nekih od njih. N. M. Buttler ističe da je akcionarsko društvo najveće otkriće modernog vremena, dragocenije od pare i elektrike, W. Lippman kaže da se savremeni kapitalizam uopšte ne bi mogao razvijati ukoliko ne bi bilo akcionarskih društava, a J. L. Homme naglašava da kapitalizam ne bi mogao iznaći bolje sredstvo za povećanje svoje moći, odnosno ni jedan drugi instrument ne bi mogao bolje obezbediti njegovu prevlast.³

Tržište kapitala “procenjuje” akcionarsko



Na način upravljanja korporacijama uticala je i globalizacija finansijskog tržišta kapitala

¹ Videti detaljnije: B. Begović, R. Bukvić, B. Živković, B. Mijatović i D. Hiber, Unapređenje korporativnog upravljanja, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd 2003. godina

² Videti: prof. dr Anđelko S. Lojpur “Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije” Podgorica, novembar 2004.

³ Videti: prof. dr Anđelko S. Lojpur “Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije” Podgorica, novembar 2004

društvo na osnovu njegovog trenutnog učinka i njegove sposobnosti da obavlja svoju delatnost u dužem vremenskom periodu.

Prezentovano ukazuje da se istorija akcionarskih društava i istorija savremenog kapitalizma međusobno prožimaju, odnosno da su promene u načinu funkcionisanja savremene korporacije, pa samim tim i ispoljeni problemi odraz promena u razvoju savremenog društva.

Ekonomska teorija definiše korporaciju kao društvo kapitala u kome je vlasništvo diversifikovano na veliki broj akcionara i odvojeno od funkcije upravljanja. Taj odnos između preduzeća i njenih vlasnika-akcionara je osnova na kojoj se zasniva velika moć modernih korporacija.

U korporaciji se vrši razdvajanje kontrole od vlasništva, kontrolu vrše profesionalni menadžeri koji ne moraju da imaju ni jednu akciju, a vlasnici gube kontrolu nad preduzećem.

Korporacija predstavlja najsloženiji organizacioni oblik preduzeća. Korporacija je zajednica različitih interesnih grupa: akcionara, menadžmenta, kreditora, zaposlenih, kupaca, dobavljača, lokalne zajednice.

U praksi se sreću dve grupe preduzeća, preduzeća kojima upravlja vlasnik ili nekoliko njih i preduzeća-korporacije kojima vlasnik-vlasnici ne upravljaju već to čine profesionalni menadžeri. Problem korporacionog upravljanja, uglavnom, se javlja u onim preduzećima u kojima je odvojeno upravljanje od svojine.

Razdvojenost uloge menadžera i vlasnika kompanije trebalo bi da doprinese kako efikasnijem prikupljanju kapitala tako i efikasnijem korišćenju resursa. Ovo podrazumeva stvaranje uslova direktorima i menadžerima za upravljanje kompanijama bez nepotrebnog mešanja vlasnika kao i odgovornost direktora i menadžera prema akcionarima i drugim interesnim grupama. Izloženo doprinosi i kreiranju agentskog odnosa u kojem akcionari imaju ulogu principala (lica koje obezbeđuje kapital), a menadžeri ulogu agenta (lica koje upravlja investiranim

sredstvima za račun principala).

Razdvojenost uloge menadžera i vlasnika ukazuje na postojanje konflikta interesa između vlasnika i upravljača. Cilj vlasnika je maksimizacija vrednosti kompanije kroz vrednost akcija i dividende, a menadžeri su zainteresovani za jačanje sopstvene pozicije kroz zaradu ili poslovnu reputaciju.

Uz izloženo i opaska. Asimetričnost informacija otežava principalu nadzor rada agenta. Zašto? Zato što agent zna više o relevantnim stvarima od principala, jer je on profesionalac i daleko je bliži poslovanju kompanije, što je između ostalog i razlog što ga vlasnik i angažuje.

Polazeći od činjenice da se maksimalna ekonomska efikasnost postiže uz maksimizaciju profita odnosno vrednosti firme, nedvosmisleno se nameće zaključak da je za isto izuzetno bitno da agent radi u korist principala koje će, pored navedenog, u mnogome doprineti i ličnoj reputaciji agenta.

Kao jedno od mogućih načina, za rešavanje ovog konflikta interesa navodi se davanje menadžerima opcija na akcije preduzeća kojim upravljaju. Opcije na akcije menadžeri dobijaju na bazi zadatog repornog rezultata koji treba da ostvare pre nego što steknu pravo da realizuju opcije, što je u praksi najčešće, prinos na nivou prosečne granske cene akcije.

Kvalitet korporacionog upravljanja umnogome je opredeljen podsticajima koje koriste menadžeri u cilju maksimizacije profita i vrednosti kompanije za njene vlasnike. Ovi podsticaji u literaturi klasifikovani su na interne i eksterne.⁴

Interne podsticaje, po mišljenju pomenutih autora, čine:

Akcionari obezbeđuju kapital u zamenu za mogućnost sticanja dela profita (dividende) i rasta vrednosti korporacije (tržišne cene akcija), a zaštićeni su pravom da biraju i smenjuju članove upravnog odbora, odlučuju o strateškim pitanjima kao što su pripajanja ili promene u strukturi kapitala.

Upravni odbor treba da štiti osnovne interese akcionara i drugih interesnih grupa. On

⁴ Videti detaljnije: Mr Mila Korugić-Milošević, Marija Jevtić, dipl.ecc. "Vrednost za akcionara-novi fokus menadžmenta u zemljama u tranziciji", Svet finansija, br. 179 iz 1999. godine

imenuje i smenjuje menadžere daje im osnovne smernice za rad i nadgleda ostvarene rezultate. Najznačajnije odgovornosti upravnog odbora uključuju strateško planiranje, odluke o isplati dividendi i sistem motivisanja menadžmenta kroz odgovarajući sistem podsticaja.

Menadžment upravlja poslovanjem kompanije i direktno je odgovoran upravnom odboru za maksimizaciju profita korporacije i vrednosti za akcionara, ali često i za druge ciljeve utvrđene od strane upravnog odbora. Interes menadžmenta se ogleda u maksimiziranju zarada, beneficija i unapređenju profesionalne reputacije.

Interesi poverioca su različiti, a među najznačajnijim su maksimiziranje verovatnoće naplate duga, a tamo gde oni poseduju učešće u kapitalu kao interes ističe se i maksimiziranje vrednosti kompanije.

Konkurencija, poslovno okruženje i tržište opredeljuju eksterne podsticaje.

Na finansijskom tržištu i tržištu kapitala konkurencija zahteva postizanje ravnoteže između dve vrste interesa: pri prikupljanju kapitala emitovanjem akcija ona podstiče menadžment da održava vrednost akcionarskog kapitala, a pri prikupljanju kapitala putem zaduživanja ona zahteva da kompanija održava određeni odnos duga prema kapitalu i određeni nivo novčanog toka.

Na tržištu robe konkurencija obezbeđuje efikasnost, inovacije i povećava dobrobit kupca. Kako? Tako što primorava kompanije da proizvode kvalitetnije ili jeftinije proizvode u odnosu na konkurenciju. U cilju privlačenja prvoklasnih kadrova neophodno je kreiranje adekvatnog sistema nagrađivanja, kao i stvaranje preduslova za razvoj karijere.

Na nastojanje menadžera da maksimiziraju vrednosti za akcionare utiče i konkurencija za ostvarivanje kontrole nad kompanijom, jer ukoliko oni (menadžeri) u tome ne uspeju rizikuju neprijateljsko preuzimanje kompanije uz mogućnost i gubitka posla.

Pravna regulativa obezbeđuje propise i standarde koji se primenjuju na sve kompanije.

Krajnji rezultat lošeg poslovanja menadžmenta predstavlja pokretanje stečaja.

Korporaciono upravljanje je sistem kojim se vode i kontrolišu kompanije.

“Korporativno upravljanje čini skup odnosa između uprave kompanije, njenog odbora, njenih deoničara i drugih nosilaca materijalnih interesa. Korporativno upravljanje, takođe obezbeđuje strukture kroz koje se uspostavljaju ciljevi kompanije i utvrđuju sredstva za postizanje tih ciljeva i nadgledanje učinaka. Dobro korporativno upravljanje treba da pruži ispravne poticaje za sprovođenje ciljeva koji su u interesu kompanije i dioničara i treba da podrži djelotvorno nadgledanje, tako da ohrabruje firme da učinkovito koriste svoje resurse.”⁵

“U najširem smislu tog pojma, korporacijsko upravljanje možemo shvatiti kao sistem pomoću koga vlasnici preduzeća (akcionari ili imaoци udela) kontrolišu menadžment kako bi time osigurali efikasno poslovanje tog preduzeća i osigurali maksimizaciju bogatstva njegovih članova.”⁶

U izveštajima novijeg datuma se može naći da je “dobro korporacijsko upravljanje ono koje uzima u obzir sve učesnike u korporacijama u punoj mjeri (stakeholders)”.⁷ U tom smislu korporacijsko upravljanje označava i rukovođenje, moć, dužnost i uticaj, odgovornost i nadzor.

Shleifer i Vishny ističu da je korporacijsko upravljanje usmjereno na iznalaženje načina na koji potencijalni investitori koji kompaniju “snabdevaju” kapitalom žele da obezbijede povraćaj investicija.⁸

Problem korporacionog upravljanja prof. Lojpur svodi na problem uspostavljanja kvalitetnog odnosa između različitih interesnih grupa u korporaciji (akcionari, menadžment, zaposleni, sindikat i dr.) koji će rezultirati

⁵ WHITE PAPER Preporuke o korporativnom upravljanju u jugoistočnoj Evropi, Prizma, (časopis za BiH) broj 9. 2003. godine

⁶ Videti: prof. dr Anđelko S. Lojpur “Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije” Podgorica, novembar 2004

⁷ Committee on Corporate Governance, London, 1998.

⁸ Shleifer, A. and Vishny, R.: A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance, Vol. LII, no. 2. 1997.

valjanim izborom pravaca poslovanja i njegovom implementacijom.

Strukturu korporacijskog upravljanja (akcionarskim društvom) opredeljuje više faktora među kojima su: pravni i regulativni okvir gde su sadržana osnovna prava i dužnosti svih učesnika uključenih u proces korporacionog upravljanja, stvarnost korporativne klime u toj zemlji i osnivački akt svake korporacije posebno.

Ovo nedvosmisleno ukazuje na specifičnosti korporacionog upravljanja u svakoj od zemalja ponaosob.

Unapređenje korporacionog upravljanja danas se nameće kao neminovnost. Ono bi trebalo, između ostalog, da da značajan doprinos i povećanju ekonomske efikasnosti i tržišnog privređivanja, a naravno ono mora da uvažava pravno okruženje, kulturni ambijent, tradiciju, vlasništvo kao i druge strukturne razlike.

Posle finansijske krize, 1997. godine u Aziji, predloženo je, od strane Veća OECD-a na ministarskom nivou, da OECD izradi standarde i smernice za korporativno upravljanje. Isti su i sačinjeni i usvojeni 1999. godine.⁹ "Danas su oni jedini međunarodno priznati korpus principa upravljanja koji razmatra cjelovit okvir korporativnog upravljanja-pravni, institucionalni, kao i regulatorne strukture i prakse koje kreiraju kontekst u kojem firme posluju.

Od OECD-a je zatraženo da ohrabri primjenu OECD Principa korporativnog upravljanja u zemljama koje nisu njegove članice, organizovanjem regionalnih okruglih stolova u saradnji sa Svjetskom bankom i uz podršku Globalnog foruma za korporativno upravljanje."¹⁰

Svaki Okrugli sto uzima OECD Principe

korporativnog upravljanja kao okvir za formulisanje regionalnog White Paper-a.

Smisao organizovanja Okruglih stolova, koji su uspostavljeni u Aziji, Latinskoj Americi, Rusiji, Euroaziji i jugoistočnoj Evropi je u uspostavljanju dijaloga o korporativnom upravljanju sa ciljem unapređenja istog.

"Zemlje učesnice Okruglog stola za jugoistočnu Evropu su: Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Hrvatska, Makedonija (FYROM), Rumunija, te Srbija i Crna Gora."¹¹

Do sada su održana četiri Okrugla stola:

- U Bukureštu, septembra 2001. godine u saradnji sa Komisijom za vrednosne papire Rumunije i Bukureštanske berze.
- U Istanbulu, maja 2002. godine OECD Centar za razvoj privatnog sektora i Turska agencija za međunarodni razvoj (TICA)
- U Zagrebu, novembra 2002. godine u saradnji sa Zagrebačkom berzom
- U Sarajevu, marta 2003. godine u saradnji sa Komisijom za vrednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine.

Nakon održanih Okruglih stolova na kojima se, u organizaciji OECD-a, raspravljalo o stanju u korporativnom upravljanju u zemljama jugoistočne Evrope, OECD je objavio Preporuke o korporativnom upravljanju u jugoistočnoj Evropi. Ove Preporuke su prezentovane predstavnicima Vlade, regulatornih organizacija i predstavnicima privatnog sektora u svakoj od država.

OECD je ovim dokumentom pokušao identifikovati prepreke razvitku dobre prakse korporativnog upravljanja i identifikovati mehanizme koji mogu biti korišćeni za poboljšanje prakse korporativnog upravljanja i definisati prioritete i plan aktivnosti za implementaciju definisanih preporuka koji trebaju dovesti do reforme postojeće prakse.¹²

Prava deoničara; ravnopravan tretman deoničara; uloga drugih nosilaca materijalnih interesa, osim deoničara, u korporativnom

⁹ OECD Principi korporativnog upravljanja inovirani su i objavljeni 2004. godine

¹⁰ WHITE PAPER Preporuke o korporativnom upravljanju u jugoistočnoj Evropi, Prizma, (časopis za BiH), broj 9. 2003. godine

¹¹ WHITE PAPER Preporuke o korporativnom upravljanju u jugoistočnoj Evropi, Prizma, (časopis za BiH) broj 9. 2003. godine

¹² Videti: Davorin Pavelić "Preporuke OECD-a o korporativnom upravljanju za BiH," Prizma, (časopis za BiH), februar 2004. godine

upravljanju; otvorenost i preglednost i odgovornost odbora bile su teme koje su dominirale na održanim Okruglim stolovima.

Nakon održanih Okruglih stolova sačinjen je regionalno specifičan White Paper koji definiše ključne ciljeve politike i praktične sadržaje reformi u cilju poboljšanja korporativnog upravljanja u regionu. On je neobavezujući konsultativni dokument koji prezentuje rasprave i preporuke Okruglih stolova koji bi trebalo, između ostalog, da pomognu i kreatorima politike, berzama kao i u utvrđivanju prioriteta reformi. Dužinu vremenskog perioda za primenu neke od preporuka, u mnogome, će opredeliti finansijska situacija kao i postojeća zakonska regulativa.

“Prioritetne aktivnosti kako su definisane u OECD-ovim preporukama se odnose na:

- povećanje efikasnosti sprovedbe i implementacije zakona i pravne regulative;
- zaštitu prava manjinskih deoničara;
- primjenu međunarodnih računovodstvenih standarda (MRS), standarda revizije i objavljivanja nefinansijskih informacija;
- davanje većih ovlašćenja nadzornim odborima te njihovo daljnje osposobljavanje za ulogu, obaveze i zadatke koje moraju ispunjavati unutar sustava upravljanja preduzećima;
- obuka sudija računovođa, revizora, itd.”¹³

Nesporno je da je značaj ovog dokumenta velik, a posebno u zemljama u tranziciji gde je privatizacija dovela do osnivanja i kompanija koje nisu uključene u javnu trgovinu ili su u široko distribuiranom vlasništvu.

“Belom knjigom, kao regionalnim dokumentom proizašlim sa sastanaka Okruglog stola, a koristeći Principe OECD-a kao konceptualni okvir, definisani su osnovni principi korporacionog upravljanja u zemljama regiona i to:

1. Doslednost, pouzdanost, efikasnost i principijelnost u ostvarivanju materijalnih i nematerijalnih kao većinskih-majoritetnih i manjinskih-minoritetnih prava akcionara;

2. Ravnopravni i konsekventno primenjivan tretman svih akcionara-velikih i malih sa ili bez prava glasa, prava preče kupovine, ili sa ili bez kontrolnih paketa;
3. Etički bogat i u primeni dosledan odnos insajdera: uprave i akcionara korporacije prema korporacionim autsajderima: bankama, dobavljačima, kupcima, fiskusu, sindikatima i zaposlenima – prema drugim korisničkim grupama, odnosno prema drugim nosiocima materijalnih interesa u korporacionom upravljanju;
4. Striktna i konsekventna primena otvorenosti i preglednosti u celovitom procesu korporacionog upravljanja čime se tajno pretvara u javno a bilateralno u multilateralno;
5. Transparentno i odgovorno funkcionisanje organa upravljanja i rukovođenja bez obzira na njihovu veličinu, karakter i sadržinu rada;
6. Dosledno i potpuno sprovođenje i oživotvorenje svih korporacionih principa u praksi, u radu i u funkcionisanju korporacije.”¹⁴

U materijalu White Paper Preporuke o korporativnom upravljanju u jugoistočnoj Evropi ističe se da su Okrugli stolovi pomogli povećanju svesti, identifikaciji područja gde je potrebna reforma i izgradnji čvrstih regionalnih saveza za tu reformu kao i izgradnji kapaciteta, naročito u području sprovedbe.

U nastavku rada učiniće se i kratak osvrt na neke od segmenata, OECD Principa korporativnog upravljanja.¹⁵

U praksi ne postoji jedinstven model dobrog korporativnog upravljanja. Različitost pravnih sustava, institucionalnih okvira i tradicija dovela je do toga da se u svetu razvio cijeli spektar različitih pristupa. Međutim zajedničko svim dobrim režimima korporativnog upravljanja jeste da visoki prioritet daju interesima dioničara, koji korporaciji poklanjaju povjerenje da će njihova sredstva koristiti mudro i efikasno.

¹³ Videti: Davorin Pavelić “Preporuke OECD-a o korporativnom upravljanju za BiH,” Prizma, (časopis za BiH), februar 2004. godine

¹⁴ Dr Života Ristić “Korporaciono upravljanje u EU i SCG”, Prizma (časopis za SiCG), februar 2004. godine

¹⁵ Videti detaljnije: OECD Principi korporativnog upravljanja, Prizma, (časopis za BiH) broj 7-8 iz 2002. godine

Principi u svom fokusu imaju kompanije čije su dionice ponuđene na javnom tržištu. Međutim u meri u kojoj se smatraju primenjivim, oni mogu biti korisno sredstvo poboljšanja korporativnog upravljanja u kompanijama čije dionice nisu ponuđene na tržištu, na primjer, za preduzeća u privatnom ili državnom vlasništvu. Principi predstavljaju zajedničke osnove koje zemlje članice OECD-a smatraju suštinskim za razvoj dobre prakse upravljanja. Oni se bave problemima upravljanja koji proistječu iz razdvajanja vlasništva i kontrole.

Principi su neobavezujući i nije im cilj da daju detaljne recepte za nacionalno zakonodavstvo. Njihova je namjena da služe kao reference.

Principi su, naravno evolutivni i treba ih posmatrati u svjetlu značajnih promjena u okolnostima.

Principi predloženi u prvom delu dokumenta se odnose na pet područja:

1. prava dioničara
2. ravnopravnom tretmanu dioničara
3. uloga nosilaca materijalnih resursa
4. otvorenost i preglednost
5. odgovornost odbora.

Modeli korporacionog upravljanja

U teoriji i praksi, u zavisnosti od primenjenih kriterijuma, mogu se sresti različite klasifikacije korporacionog upravljanja. Najčešće, istorijsko nasleđe, pravni i institucionalni sistemski okvir, struktura i funkcionisanje finansijskog tržišta opredeljuju model korporacionog upravljanja. U nastavku rada prezentovaće se neke od mogućih klasifikacija kao i viđenja nekih od autora suštine pojedinih modela korporacionog upravljanja.

Po jednoj od mogućih klasifikacija, u razvijenim tržišnim ekonomijama, prisutna su uglavnom dva modela:

- autsajderski (anglosaksonski baziran na ulozi berze)
- insajderski (germanski baziran na ulozi banaka)¹⁶

Autsajderski ili anglosaksonski model karakterističan je, navode autori, za zemlje

u kojima postoje razvijena i likvidna tržišta kapitala, a kompanije koje se kotiraju na berzi imaju veliki broj akcionara i razuđenu vlasničku strukturu. Regulativa je takva da obezbeđuje pravičan i jednak tretman za sve akcionare, uključujući i manjinske akcionare i strane investitore. Individualni investitori se mogu posmatrati kao potpuni autsajderi koji nemaju nikakav odnos sa kompanijom izuzev finansijskog aranžmana i ne učestvuju aktivno u poslovanju kompanije. U ovakvom modelu menadžeri imaju veliku diskrecionu moć u donošenju poslovnih odluka, a ne retko i u kreiranju sastava upravnog odbora. Zašto? Ovo iz razloga što najčešće nema velikih akcionara koji bi bili aktivno uključeni u poslovanje kompanije. Kvalitetne informacije sa tržišta doprineće akcionarima u kreiranju ocene rada menadžmenta, kao i opredelenju ukoliko su nezadovoljni ostvarenim prinosom na akcije za prodaju istih. A u slučaju pada cena akcija u ovakvom modelu upravljanja uobičajena su i neprijateljska preuzimanja.

Insajderski ili germanski model karakterističan je za zemlje u kojima je slabije razvijeno tržište kapitala, a vlasničku strukturu korporacija karakteriše veća koncentracija. Manji broj akcionara kontroliše korporacije i oni su često i članovi upravnog odbora ili pak i izvršni direktori. Akcionarima sa kontrolnim paketima olakšano je praćenje rada menadžmenta. Za razliku od prethodnog modela u kojem funkciju disciplinovanja menadžmenta vrši berza u ovom modelu to čine banke. A zašto one? Zato što su one, banke, najčešće i kreditori i značajni akcionari ili poseduju ovlašćenja malih akcionara. Za razliku od prethodnog modela, kod ovog neprijateljska preuzimanja nisu uobičajena. Jedna od karakteristika ovog modela je, ukazuju autori, uvažavanje širih interesa kao i socijalne odgovornosti kroz uvažavanje interesa povezanih kompanija i lokalnih zajednica.

Razvoj finansijskih tržišta, ističu autori, doveo je do konvergencije ova dva modela. "Rastući značaj institucionalnih investitora doveo je do zahteva za postavljanjem fer uslova

¹⁶ Mr Mila Korugić-Milošević, Marija Jevtić, dipl.ecc. "Vrednost za akcionara-novi fokus menadžmenta u zemljama u tranziciji", Svet finansija, broj 179. iz 1999. godine

za trgovanje, zabrane insajderske trgovine i veće zaštite manjinskih akcionara. Tradicionalno kategorisani u portfolio investitore, dakle pasivne investitore, institucionalni investitori postali su aktivniji, posebno kada je reč o tržištima u nastajanju gde je likvidnost manja i gde je potrebno izvršiti veći uticaj na menadžment kako bi se ostvario zadati prinos na investirani kapital i povećala tržišna vrednost kompanije. Tako tradicionalno pasivni investitori iz tipično autsajderskog modela korporacijskog upravljanja prelaze na elemente insajderskog modela postavljajući čvrste zahteve vezane za sistem upravljanja korporacijama u koje investiraju. Veliki institucionalni investitori na ovaj način imaju mogućnost da nametnu osnovne principe otvorenosti informacija, transparentnosti vlasničke strukture i sistema odlučivanja, sisteme kontrole rizika i prava manjinskih akcionara, jer su upravo oni glavni finansijeri razvojnih potreba korporacija.”

Dakle, na bazi prezentovanog nameće se zaključak da su u praksi prisutna dva modela, jedan kod kojeg dominira tržište kapitala uz zastupljenost većeg broja drugih institucionalnih investitora i drugi kod kojeg dominira uloga banaka u finansijskom sistemu.

Ovom prilikom kratak osvrt i na klasifikaciju modela korporacionog upravljanja gde su kao osnov poslužili oblici upravljanja i rukovođenja, kao i oblici odlučivanja, prava i obaveze.¹⁷

Shodno navedenom u teoriji i praksi pominju se sledeći modeli korporacionog upravljanja:

- anglosaksonski model korporacionog upravljanja i rukovođenja zajedno sa majoritetnim akcionarskim pravom;
- evropski model korporacionog upravljanja i rukovođenja zajedno sa minoritetnim akcionarskim pravom;
- mešoviti model korporacionog upravljanja i rukovođenja zajedno sa mešovitim modelom akcionarskog prava.

U radu je već ukazano da su u praksi moguće različite podele u sistemu korporacionog



upravljanja u zavisnosti od kriterijuma koji služi kao osnova istih.

D. Čengić¹⁸ takođe ukazuje na podelu, u praksi inače i preovlađujuću, na:

- tržišno usmjeren model (market based), zastupljen u SAD ili anglo-američki sistem i
- na finansijske institucije usmjeren model (bank based) ili njemački sistem korporacijskog upravljanja koji predstavlja Njemačka ali i ostala Evropa, prije svih Francuska i Italija.

Pored pomenutih modela, u praksi i najzastupljenijih, prof. Lojpur je mišljenja da ima potrebe da se kao poseban razmotri i japanski model korporacionog upravljanja.

U nastavku rada učiniće se detaljnija prezentacija pomenutih modela.¹⁹

Anglo-američki model korporacionog upravljanja podrazumeva razdvajanje vlasništva i kontrole u većini korporacija koje su u javnom vlasništvu, ukazuje prof. Lojpur. Investitori pribavljaju kapital i stiču vlasništvo nad preduzećem, a istovremeno izbegavaju pravnu odgovornost za postupke korporacije tako što kontrolu nad korporacijom ustupaju

¹⁷ Videti detaljnije: Dr Života Ristić “Korporaciono upravljanje u EU i SCG”, Prizma (časopis za SiCG), februar 2004. godine

¹⁸ Čengić, D. “Vlasnici, menadžeri i kontrola preduzeća”, Institut društvenih znanosti, Zagreb, 2001. godina

¹⁹ Prof. Dr Anđelko S. Lojpur “Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije”, Podgorica, novembar 2004. godine



upravi koju plaćaju da bude njihov zastupnik.

Kao osnovne karakteristike ovog modela, on ističe vlasništvo nad akcijama uspostavljeno od strane pojedinačnih, a sve više i institucionalnih investitora koji nisu povezani s korporacijom, razvijeni pravni okvir u kome su definisana prava i dužnosti tri ključna učesnika, uprave, poslovnog odbora i akcionara koji obrazuju tzv. "trougao korporacijskog upravljanja" i relativno jednostavne procedure koje uređuju odnose između akcionara i korporacije.

Ovaj model primenjuje se, između ostalog, u procesu upravljanja korporacijama u Velikoj Britaniji, SAD, Australiji, Kanadi, Novom Zelandu.

Čest model sticanja kapitala u korporacijama SAD i Velikoj Britaniji je prodajom akcija. Ovo je u mnogome doprinelo da SAD predstavlja najveće tržište kapitala na svetu, kao i da Londonska berza bude među najvećim u svetu. Pored navedenog, ovo nedvosmisleno ukazuje i na prisustvo jake veze između važnosti finansiranja sistemom prodaje akcija i veličine razvijenosti tržišta kapitala sa jedne i kvaliteta korporacijskog upravljanja sa druge strane.

Osvrnimo se ukratko na još neke od karakteristika ovog sistema korporacionog upravljanja.

Za razliku od većine evropskih država u SAD prisutan je model jednostrukog sistema upravljanja, bez prisustva nadzornog odbora.

U odboru direktora sve je više nezavisnih odnosno nepristrasnih spoljnih direktora. Ovome su doprinele najznačajnije američke finansijske institucije, među kojima su

njujorška berza, Nacionalna asocijacija trgovaca vrednosnim papirima, kao i američka berza, koje su postavile zahtev za uvođenje nezavisnih direktora kao većine u odborima direktora. Isto su podržali i menadžeri kao i profesionalna udruženja pravnika.

Odbori direktora sa većim brojem nepristrasnih spoljnih direktora formiraju komitete za razna područja. Ovom prilikom ističemo: komitet za unutrašnju finansijsku reviziju, komitet za nadzor nad menadžmentom, komitet za imenovanje menadžera itd. Šta je zapravo cilj ovih komiteta? Njihov je cilj da spreče prevelik uticaj i nadmoć pojedinih akcionara ili menadžera nad korporacijom.

Podeli na interne i eksterne-spoljne tj. nezavisne direktore doprinela je, između ostalog, spoznaja da su interni direktori zaposleni u korporaciji i imaju značajniju vezu sa njom te su time i podložni uticaju menadžmenta, za razliku od spoljnih odnosno nezavisnih direktora koji nisu zaposleni i oni nemaju poslovne niti bilo kakve veze sa korporacijom.

Spoljni i interni direktori u SAD mogu se porediti sa opštim i službenim direktorima u V. Britaniji. Opšti direktori retko učestvuju na sastancima odbora, a službeni direktori su ugovorom vezani za preduzeće i obavljaju tekuće poslove.

U praksi je danas sve zastupljenije nastojanje za uključivanje autsajdera u strukturu bordova kompanije.

Za razliku od SAD, evropska praksa ne poznaje nezavisne direktore kao ni komitete

odbora direktora.

Prema američkom pravu direktori imaju fiducijarnu odgovornost prema korporaciji, poveriocima i manjinskim akcionarima. Isto ukazuje da njihove aktivnosti na taj način neće biti usmerene samo na ispunjenje zahteva većinskih akcionara.

I prema evropskom pravnom sistemu direktori obavljaju poslove u interesu društva za što su i lično odgovorni, a ne u interesu pojedinih ili većinske grupe akcionara.

Odbori direktora u SAD i Velikoj Britaniji su po broju članova manji nego u Nemačkoj i Japanu.

Odnose između akcionara i uprave uređuju brojni zakoni i regulacioni kodeksi.

D. Čengić ističe da se tržišno usmeren ili anglo-američki sistem korporacijskog upravljanja u najvećoj meri oslanja na velika globalna i likvidna tržišta vrednosnih papira, odnosno kapitala, a razvijena i likvidna tržišta vrednosnih papira su jedan od nužnih preduslova za kvalitetno funkcionisanje anglo-američkog sistema korporacionog upravljanja. Ovaj sistem se temelji i na obilju javno dostupnih informacija o svim učesnicima na tržištu kapitala, gde su informacije o stanju akcija na berzi od najvećeg značaja.

Američke korporacije su u obavezi da javnosti učine dostupnim niz informacija, ukazuje prof. Lojpur, a u godišnjem izveštaju ili na dnevnom redu redovne godišnje skupštine moraju se naći: finansijski podaci (podnose se četiri puta godišnje), vlasnička struktura kapitala, potpuni podaci i informacije o svakom članu odbora direktora (ime, zanimanje, odnos

s kompanijom, vlasništvo nad akcijama), ukupan iznos plata isplaćen upravi kao i podaci o pojedinačnim isplatama, akcionari koji imaju više od 5% ukupnog kapitala korporacije, podaci o predloženim spajanjima i reorganizacijama, predložene izmene statuta, imena pojedinaca koji su predloženi za revizore i sl.

Glavni izvršni direktor vodi poslovanje u velikim američkim korporacijama. Odboru direktora odgovoran je za rukovodeće osoblje koje vodi poslove preduzeća, kao i za uspešnost preduzeća. Ima veliku moć kod donošenja najvažnijih odluka. Ova moć ne proizilazi iz vlasništva nad akcijama već iz položaja koje podrazumeva rukovođenje celokupnom kompanijom. O njegovoj odgovornosti i autoritetu govori i činjenica da odbor direktora retko odbija njegove preporuke.

U okviru ovog modela, akcionari mogu da upute i predloge za dnevni red skupštine, a vezano za poslovne aktivnosti korporacije. Vanrednu sednicu skupštine mogu sazvati akcionari sa više od 10% ukupnog akcijskog kapitala. Akcionarima je omogućeno glasanje na redovnoj godišnjoj skupštini i u situacijama kada nisu lično prisutni na istoj.

Nemački model korporacionog upravljanja bitno se razlikuje od anglo-američkog i čak bi se moglo reći, ističe prof. Lojpur, da je po svojim nekim karakteristikama bliži japanskom modelu korporacionog upravljanja.

Za razliku od anglo-američkog sistema u ovom modelu za korporacijsku efikasnost su zaduženi veliki akcionari kojima su kao "insajderima", odnosno unutrašnjim igračima



dostupni ključni finansijski pokazatelji. To im, ističe D. Čengić omogućuje da daleko od očiju javnosti kontrolišu rad uprave korporacije u kojoj imaju većinske pakete akcija.

U nemačkim korporacijama banke drže dugoročni udio i slično kao u Japanu, predstavnici banaka su izabrani da budu u nemačkim odborima.

U literaturi se ukazuje na tri ključna obeležja po kojima se nemački model razlikuje od drugih. Dva se odnose na sastav odbora direktora a jedan na prava akcionara.

U ovom modelu propisana su dva odbora sa različitim članovima. Akcionarsko društvo mora imati dvostruki sistem upravljanja, odnosno dvostruku strukturu odbora gde je upravni odbor sastavljen od insajdera tj. izvršnih direktora korporacije i odgovorni su za vođenje poslova i za zastupanje društva. Akcionarsko društvo mora imati najmanje jednog člana uprave, a ukoliko društvo ima više od tri miliona DEM akcijskog kapitala, mora imati najmanje dva direktora. Ova dva odbora su odvojena tako da jedna osoba ne može u isto vreme biti član oba odbora.

Nadzorni odbor je nadzorni organ on nema ni jednog insajdera i sastavljen je od predstavnika zaposlenih radnika i predstavnika akcionara. Koje su njegove nadležnosti? Lepezu nadležnosti nadzornog odbora, između ostalog, čine: imenovanje i opoziv članova uprave, sprovođenje nadzora, odobravanje glavnih

odluka i savetovanje upravnog odbora, zastupanje društva u pravnim odnosima protiv članova uprave. Broj članova nadzornog odbora određen je zakonom. Nadzorni odbor sastaje se jednom mesečno.

Mnoga društva su u obavezi da formiraju ekonomske komitete koji se obaveštavaju o finansijskom stanju društva, proizvodnji i prodaji, investicionim programima, organizacionim promenama i promenama statusa.

Dakle, u ovom modelu, za razliku od anglo-američkog, zastupljen je dvostruki sistem uz učešće radnika.

Zakon o radničkim savetima propisuje obavezno formiranje saveta radnika na nivou fabrike što im omogućuje suodlučivanje po pitanjima važnim za položaj radnika.

Komparirajući anglo-američki sa ovim modelom u domenu organa upravljanja uočava se da je u nemačkom modelu veličina nadzornog odbora regulisana zakonom kao i da nadzorni odbor u nemačkom modelu uključuje i predstavnike zaposlenih.

U raspoloživoj literaturi ukazuje se i na prisutne razlike u upravi u odnosu na slične organe u američkom ili japanskom modelu.

U nemačkom modelu uprava je kolektivni organ nadležan za poslove vođenja i zastupanja društva. Odlučuje i deluje zajednički, samostalan je i nije, kako ističe prof. Lojpur, "privjesak" presjednika, odnosno glavnog



izvršnog direktora kao što je to slučaj u SAD.

Razlikuje se i uloga predsednika. Negde on ni ne postoji, a ponegde se pojavi kao govornik u ime uprave. Članovi uprave odgovorni su društvu a ne predsedniku uprave

Kod većine nemačkih korporacija evidentno je finansiranje od strane banaka, dok je kod prethodnog modela uočeno finansiranje prodajom akcija. Ovaj model finansiranja obezbeđuje bankama višestruku ulogu, ulogu akcionara, kreditora, emitenta dužničkih i vlasničkih instrumenata, ulagača i glasača na godišnjim skupštinama banaka, ukazuje prof. Lojpur.

Za razliku od anglo-američkog modela u ovom modelu se i korporacije javljaju kao akcionari.

Akcionari ne mogu glasati putem pošte, moraju lično doći na sastanak ili na istom imati zastupnika. Zastupnik im može biti i banka za nadzor.

U nastavku učiniće se komparacija pomenuta dva modela i u domenu objavljivanja informacija. U nemačkom modelu obavezno je polugodišnje prezentovanje finansijskih pokazatelja, a u SAD četiri puta godišnje. Plate članova upravnog odbora objavljuju se zbirno, a u SAD pojedinačno.

Evidentne su i razlike u računovodstvenim standardima.

U nemačkom korporacijskom modelu akcionari nemaju ovlašćenja za promenu sastava i broja članova nadzornog odbora. To je regulisano zakonom.

Izloženo upućuje na zaključak da nemački korporacijski model upravljanja uvažava istovremeno i interese radnika, korporacije, banaka i akcionara.

U radu je već ukazano, na mišljenje nekih od autora, na potrebu odvojene prezentacije japanskog modela korporacijskog upravljanja.

Kao osnovne karakteristike ovog modela ističu se: bankarski sistem koji karakteriše čvrste i dugoročne veze između banaka i korporacija, visoko učešće bankarskog kapitala u akionarskom kapitalu korporacija, pravni okvir za javnu i industrijsku politiku, odbori direktora sastavljeni isključivo od insajdera, relativno nizak a u nekim korporacijama skoro nepostojeći broj manjinskih akcionara.

Japanski model, uglavnom, oslanja se

Pariz



na dva ključna elementa: bankarski sistem (glavne banke) i tzv. industrijsku mrežu, koji se međusobno dopunjuju.

Skoro sve japanske kompanije imaju bliske veze sa glavnom bankom, banka je najčešće glavni akcionar u korporaciji, ona obezbeđuje kredite kao i usluge vezane za izdavanje obveznica, akcija, izmirenje računa, a pruža i savetodavne usluge svojim korporativnim klijentima.

U većini japanskih kompanija glavne akcionare čine insajderi i oni sa njima udruženi.

Interesi manjinskih akcionara su marginalizovani. Tome je doprinela dosta složena procedura glasanja, a vrlo je i malo nezavisnih članova odbora direktora koji predstavljaju manjinske akcionare.

U ovom modelu značajnu ulogu ima industrijska politika koju kreira vlada.

Izloženo upućuje na zaključak da su u ovom modelu učesnici: glavna banka kao unutrašnji akcionar, mreža kompanija, uprava kompanije i vlada.

Kao i u V. Britaniji i SAD i u ovde je došlo do pomeranja vlasništva od pojedinačnog ka institucionalnom i korporativnom. Ovome je doprinela činjenica da finansijske institucije: banke, osiguravajući zavodi i korporacije čvrsto drže vlasništvo nad tržištem akcija.

Odbor direktora se skoro u potpunosti sastoji od insajdera i to su obično rukovodioci

glavnih sektora kompanije i njenog centralnog administrativnog tela.

Odbori direktora, u okviru ovog modela, u odnosu na prethodne, su uglavnom veći.

U okviru ovog modela, u praksi, je prisutno i postavljenje penzionisanih vladinih činovnika za članove borda direktora.

U okviru ovog modela, izuzetno su strogi zahtevi za obelodanjivanje informacija i podataka. Kompanije su u obavezi da u godišnjem izveštaju za skupštinu objave: finansijske podatke o korporaciji i to dva puta godišnje, podatke o strukturi kapitala, podatke o svakom kandidatu za člana borda direktora, podatke o isplatama izvršnom menadžmentu i članovima borda, podatke o predloženim integracijama i reorganizacijama, promenama osnivačkog akta, imena pojedinaca ili firme koja je predložena za revizora.

Godišnji izveštaji su dostupni svim akcionarima i oni mogu glasati direktno na skupštini, ili putem pošte.

U odluke koje iziskuju saglasnost akcionara spadaju: isplata dividendi, raspodela rezervi, izbor članova borda direktora, imenovanje revizora.

Japanske kompanije nastoje da njihovi akcionari budu osobe koje su to na duže vreme, da su međusobno povezane, dok su

manjinski akcionari uglavnom isključeni iz ovog procesa.

Akcionarima sa vlasništvom više od 10% akcija tek od 1981. godine omogućeno je da daju predloge za dnevni red godišnje skupštine.

Bila je ovo nešto detaljnija prezentacija u praksi prisutnih modela korporacionog upravljanja. Kako je u radu ukazano ne postoji

u praksi jedinstven model korporacionog upravljanja. Mnogo je elemenata koji su doprineli razvoju velikog spektra različitih pristupa. U svim dobrim režimima korporacionog upravljanja visoki prioritet se daje interesima akcionara koji korporaciji ukazuju veliko poverenje da će njihova sredstva racionalno biti upotrebljena.

Principi korporacionog upravljanja su evolutivni i treba ih posmatrati u svetlu

značajnih promena u okruženju.

Na bazi prezentovanog u radu, nameće se zaključak da se danas unapređenje korporacionog upravljanja nameće kao neminovnost. Ono bi trebalo, između ostalog, da značajan doprinosi povećanju ekonomske efikasnosti i tržišnog privređivanja, a naravno ono mora da uvažava pravno okruženje, kulturni ambijent, tradiciju, vlasništvo kao i druge strukturne razlike.



Literatura

1. Prof. dr Anđelko S. Lojpur "Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije", Podgorica, novembar 2004. godine
2. B. Begović, R. Bukvić, B. Živković, B. Mijatović i D. Hiber "Unapređenje korporativnog upravljanja", Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd 2003. godina
3. Čengić, D. "Vlasnici, menadžeri i kontrola preduzeća", Institut društvenih znanosti, Zagreb, 2001. godina
4. Mr Mila Korugić-Milošević, Marija Jevtić, dipl. ecc. "Vrednost za akcionara-novi fokus menadžmenta u zemljama u tranziciji", Svet finansija, broj 179. iz 1999. godine
5. Dr Života Ristić "Korporaciono upravljanje u EU i SCG", Prizma (časopis za SiCG), februar 2004. godine
6. WHITE PAPER Preporuke o korporativnom upravljanju u jugoistočnoj Evropi, Prizma, (časopis za BiH), broj 9. 2003.
7. Dragoslav Vuković "Korporaciono upravljanje i banke", Prizma (časopis za SiCG), februar 2004. godine
8. Davorin Pavelić "Preporuke OECD-a o korporativnom upravljanju za BiH", Prizma, (časopis za BiH), februar 2004. godine
9. OECD Principi korporativnog upravljanja, Prizma, (časopis za BiH) broj 7-8 iz 2002. godine
10. Shleifer, A. and Vishny, R.: A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance, Vol. LII, no. 2. 1997
11. Committee on Corporate Governannce, London, 1999
12. Mallin, A. C.: Corporate Governance, Oxford University press, 2004.
13. Lavigne, M.: The Economics of the transition; From Socialist Economy to Market Economy, St. Martin's Press, New York, 1999.
14. Anderson, E. R.: Voucher Funds in The Transition Economies, the Czech and Slovak Examples, Investment Funds as Intermediaries of Privatization, CEEP/N; Ljubljana, 1994.

Rezime

Korporacijsko upravljanje je poslednjih godina izuzetno aktuelno područje, što je i opredelilo autora za rad na ovu temu. U radu su prezentovani neki od faktora koji su doprineli aktuelnosti ove problematike i učinjen je kratak osvrt na korporaciju i njene karakteristike, korporacijsko upravljanje i nešto detaljnija prezentacija postojećih modela korporacionog upravljanja, bez pretenzije da je lista istih time iscrpljena. Ukazano je i na činjenicu da u praksi ne postoji jedinstven model dobrog korporacionog upravljanja kao i na to da su različitost pravne regulative, institucionalni okviri i tradicija doprineli da se u svetu razvije spektar različitih pristupa. Zajedničko svim režimima dobrog korporacionog upravljanja je da visoki prioritet daju interesima akcionara koji korporaciji poklanjaju poverenje da će njihova sredstva biti mudro i efikasno iskorišćena. Ukazano je i na neminovnost unapređenja korporacionog upravljanja koje bi, između ostalog, trebalo da da značajan doprinos povećanju ekonomske efikasnosti i tržišnog privređivanja.

Summary

In more recent years Corporate Governance has been a real top issue, and also one of the Author's motivations to prepare this paper. The paper presents some of the factors that contributed to the relevance of this issue as well as a brief review of the corporation and its characteristics, corporate governance and a more elaborate presentation of the existing corporate governance models, without the aim of producing an exhaustive list of the models. Emphasized is the fact that in practice no unique model of a sound corporate governance can be found and that diversity of legal regulations, institutional frames and tradition brought about development of an array of different approaches. Common to all these sound corporate governance patterns is a high priority given to the interests of the shareholders who trust the corporation will wisely and effectively use their funds. Also, it has been pointed out that the inevitability of corporate governance should, inter alia, render significant contribution to the economic proficiency and market oriented economic performance.