

ЈЕЛЕНА М. АНДРАШИЋ*
ВЕРА М. МИРОВИЋ
Економски факултет
Суботица

УДК 33475/.76:334.72(497.11)

Прегледни рад
Примљен: 11.07.2018
Одобрен: 26.08.2018
Страна: 411-419

ПРОБЛЕМИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У СРБИЈИ

Сажетак: Циљ рада је сагледавање интерних и екстерних механизма контроле менаџера због постојања агенцијског проблема као и анализирање поменутих механизма на тржишту Србије у периоду од 2001-2014.године. Будући да корпорација представља форму уговорних односа између различитих интересних група – стејкхолдера, конфликти који настају између различитих интересних група изазивају агенцијске трошкове за предузеће. Интерно дисциплиновање менаџера се најчешће спроводи кроз механизам корпоративног управљања, док се екстерно дисциплиновање најчешће врши кроз тржиште капитала, односно тржиште корпоративне контроле. У Србији је 2001.године донешен нов Закон о приватизацији према којем се мења метод приватизације, инсајдерски метод који је био у примени према Закону о својинској трансформацији из 1997.године замењује метод продаје предузећа за готовину стратешком инвестицијом. Међутим, након 2001.године због постојања различитих облика својине предузећа долази до даљег усложњавања проблема корпоративног управљања, јер нису била јасна права различитих стејкхолдера – радника, менаџера, државе, страних власника у приватизованим предузећима. У Србији проблем корпоративног управљања постоји и због неразвијености тржишта капитала и одсутности екстерног дисциплинаторског механизма контроле менаџера који би омогућивао већу управљачку дисциплину и ефикасно функционисање интерних механизма за дисциплиновање менаџера.

Кључне речи: корпоративно управљање, Србија, реструктурирање, транзиција, интерни и екстерни механизми контроле

Увод

У свом истраживачком раду аутори Jensen & Meckling (1976:311) бавећи се теоријом фирме са становишта менаџерског понашања, агенцијских трошкова и власничке структуре, дефинишу приватну корпорацију као једноставну форму уговорних односа између различитих интересних група, односно стејкхолдера.

* jelenadj@ef.uns.ac.rs, 024/628068

Посматрајући корпорацију кроз форму уговорних односа између различитих интересних група намеће се питање: како дефинисати циљ, а да при томе све интересне групе буду задовољне. Уколико би предузеће тежило да задовољи све интересне групе, пред менаџере би се поставио немогућ задатак. „Потрошачи желе ниске цене, висок квалитет и комплетну услугу. Запослени желе високе плате, висок квалитет услова рада и разне друге погодности укључујући одmore, медицинску заштиту и пензије. Инвеститори желе низак ризик и висок принос. Шира друштвена заједница жели високе доприносе, издатке који ће бити у корист заједнице у целини, повећане локалне инвестиције, стабилну запосленост, при чему ова теорија, не нудећи никакве путоказе како да менаџери обезбеде неопходни компромис између наведених супростављених интереса, захтева да менаџери донесу смислену одлуку која ће, при том, бити у складу са интересима свих интересних група. Намеће се закључак да је немогуће вршити истовремену максимизацију у више димензија и да смислено понашање захтева само једну циљну функцију” (Jensen, 2002: 7).

Као што је напред наведено, корпорација представља „уговорни ланац” односа између различитих интересних група. Свака од тих група (акционари, повериоци менаџери, запослени, држава и друштвена заједница) имају своје интересе у предузећу. Остваривање интереса једне групе може бити реализовано на штету друге групе. Из тих разлога могу настати конфликти који могу да изазову значајне трошкове у предузећу. Такви трошкови се у економији називају агенцијским трошковима. Због постојања агенцијског проблема акционари су заинтересовани да врше мониторинг и дисциплиновање менаџера (Jensen & Meckling, 1976:323-326). Интерно дисциплиновање менаџера се најчешће спроводи кроз механизам корпоративног управљања, док се екстерно дисциплиновање се најчешће врши кроз тржиште капитала, односно тржиште корпоративне контроле.

Агенцијски проблем и агенцијски трошкови

Први почетници који су се бавили теоријом агенцијских трошкова, структуром власништва и менаџерским понашањем су поменути аутори Jensen & Meckling (1976:343). Наведени аутори у својој емпиријској студији истичу да је кључ за смањење агенцијских трошкова, управо усклађивање интереса менаџера са интересима акционара, односно могућност да и чланови управљачког одбора (ЦЕО) имају учешће у акционарском капиталу предузећа. Одређена истраживања новијег датума такође потврђују ову тезу (Offenberg, 2009:78). Карактеристично је, да менаџери могу донети одлуке које ће максимизирати њихову сопствену корист, не водећи рачуна о интересима акционара, што може утицати на пад тржишне цене акција. Такође, уколико су вести „лоше”, или предузеће остварује слабије резултате, због опасности да ће бити смењени интерно или екстерно, менаџери, могу тржишту послати „лажне”, обмањујуће или непотпуне информације, што касније опет негативно може да утиче на тржишну цену акције предузећа. Треба истаћи да менаџери могу из-

вршити прибављање додатних извора финансирања што ће повећати ризик предузећа, и може довести у отежану позицију постојеће повериоце предузећа. Предузеће може створити кроз загађење животне средине значајне последице за друштво, а кроз избегавање плаћања или одлагање плаћања својих законских обавеза кроз порезе и доприносе, и значајне трошкове за државу. Сви ови конфликти, проузрокују агенцијске трошкове, и предузеће мора пронаћи механизме за њихово смањење, сузбијање или помирење различитих интереса у предузећу.

Акционари могу стимулисати менаџере да размишљају исто као они, нудећи им компензације за добре резултате, или награђујући их опцијама за куповину одређеног броја акција, при чему и они постају делом власници предузећа. Повериоци се могу заштити уколико приликом позајмљивања новчаних средстава унесу клаузулу која забрањује предузећу да се додатно задужује, (преко одређеног нивоа финансијског ризика). Држава и друштвена заједница могу створити додатне трошкове предузећу уколико због не испуњавања својих обавеза и због проузроковања одређених трошкова буду трпели и трошкове судског поступка.

Агенцијски трошкови настају због тога што више особа (принципала) ангажују друге особе (агенте) да доносе одлуке и врше одређене радње у њихово име, при чему им је претходно дато овлашћење. Често менаџери (агенти) доносе одлуке које су на штету акционара (принципала) водећи рачуна искључиво о својим интересима. Због постојања агенцијског проблема акционари су заинтересовани да врше мониторинг и дисциплиновање менаџера. У теоријским расправама су најчешће присутна два механизма за мониторинг и дисциплиновање менаџера: (1) интерни механизми кроз корпоративно управљање, (2) екстерни механизми кроз тржиште корпоративне контроле.

Корпоративно управљање и интерни механизми решавања агенцијског проблема

Корпоративно управљање у свом најужем смислу представља интерни механизам путем којег акционари врше мониторинг и контролу менаџера. Акционари то најчешће врше путем одбора директора, пуномоћи од стране акционара, и од акционара који поседују велике блокове акција.

Бројни аутори (Gompers, Ishii, & Metrick, 2003; Black, Jang, & Kim, 2004; Baek, Kang, & Park, 2004; Klapper & Love, 2004; Bris & Cabolis, 2002) истраживали су квалитет корпоративног управљања и остварене перформансе предузећа, односно доводили су у везу квалитет корпоративног управљања са следећим факторима: (1) кретањем тржишне цене акција, (2) Тобин Q рациом, (3) П/Е коефицијентом, (4) оствареним резултатима, итд. Општи закључак наведених аутора гласи: да предузећа са слабијим, односно лошијим корпоративним управљањем имају нижи Тобин Q рацио, нижу тржишну цену акција, низак П/Е рацио, као и лошије пословне резултате у поређењу са контролном групом предузећа.

Аутори Humphrey-Jenner & Powell (2014:73) су анализирали 17.647 преузимања у оквиру 45 земаља и дошли до закључка, да велика предузећа у земљама где је слабије тржишно управљање зарађују значајно веће поврате при најави преузимања и имају веће шансе да повећају своје оперативне перформансе него у земљама са јаким тржишним управљањем. Такође, доказано је да ове фирме склапају брже послове и да су аквизиције већином пријатељског карактера. Аутори закључују, да постоји веза између корпоративног управљања и величине предузећа.

Као што је већ напоменуто, феномен корпоративно управљање је уско повезан са агенцијским проблемом, јер само раздвајање власништва и контроле наводи на успостављање одређених механизма путем којих они који имају власништву врше контролу над онима који су изабрани да доносе одлуке у њихово име. Често, интереси менаџера се не поклапају са интересима акционара и у таквим условима је тешко обезбедити да менаџери ставе своје интересе у други план и да увек поступају у складу са интересима акционара.

Интерни механизми контроле се користе у случају да менаџери не управљају предузећем на оптималан начин, односно ако предузеће остварује лошије перформансе од оних за које акционари сматрају да би могле бити остварене. Међу најпознатије интерне механизме путем којих се врши дисциплиновање и мониторинг менаџера спадају: одбор директора, скупштина акционара, и дисциплиновање од стране крупних акционара (који поседују велике блокове или контролне пакете акција).

Да би предузеће било што ефикасније, у одбору директора је пожељно да поред изабраних акционара седе и независни чланови (као спољни директори) будући да нису власници предузећа и да нису у сукобу интереса са осталим интересним групама у предузећу. Њих једино интересују остварени резултати предузећа. Што је одбор директора састављен од мање чланова и што је више независних чланова у њему, на тај начин је његова ефикасност у дисциплиновању менаџера већа (Faleye, 2004; Weisbach, 1988; Monks, 2002). Супротно овим наводима, (Коке, Dherment-Ferere & Renneboog, 2001) на истраживању спроведеном на тржиштима Белгије, Француске, Немачке и Велике Британије, истичу да је борд ефикаснији уколико је састављен од више чланова. Међутим аутори истичу да спољни директори повећавају ефикасност дисциплиновања менаџера на тржиштима Белгије и Француске, што није случај у Немачкој и Великој Британији где спољни директори више подржавају менаџере. Наведени аутори даље закључују, за све земље, да улога крупних акционара у покрећењу са оствареним резултатима предузећа није статистички значајна.

Скупштина акционара се најчешће одржава једном годишње. Треба истаћи, да у предузећима у којима је веома дифузно власништво често постоји незаинтересованост акционара за њихово присуство. Скупштина акционара може донети одлуку о смени чланова одбора директора, а након тога и извршних менаџера, самостално или преко пуномоћника.

Крупни акционари обухватају акционаре који поседују “блокове” акција у предузећу која њима омогућавају одређена контролна права, а самим тим и

могућност утицања и доношења одређених одлука у предузећу. У улози крупних акционара најчешће се налазе институционални инвеститори који поседују „блокове” акција у многим предузећима, креирајући на тај начин оптимални портфолио предузећа. Поред институционалних инвеститора, у улози крупних акционара често се налазе банке, што је нарочито присутно на европском тржишту где предузећа у већој мери користе финансирање по основу дугова, односно банкарских кредита (Edwards & Nibler, 2000; Morck, Nakamura, & Shivdasani, 2000; Koke, Dherment-Ferere, & Renneboog, 2001).

Екстерни механизми решавања агенцијског проблема - тржиште корпоративне контроле

Уколико се интерни механизми контроле (одбор директора, скупштина акционара и крупни акционари) покажу као неефикасни, а менаџмент предузећа при томе остварује „лоше” резултате, таква предузећа могу постати „мете” непријатељског преузимања.

Сматра се да су циљна предузећа, на тржишту корпоративне контроле, она предузећа која остварују лошије перформансе од тржишног просека, па самим тим нападачи као мотив за преузимање поред синергије која се најчешће наводи као мотив преузимања, очекују и вредност контроле која ће се појавити сменом лошег менаџмента, под условом да се предузећем не управља на оптималан начин. Вредност контроле се креира на основу разлике између садашње процене вредности предузећа и процене каква би се остварила да се предузећем управља на оптималан начин. Поставља се питање: како мерити вредност контроле и ко су „мете” непријатељског преузимања. Аутор North (2001:146) истиче да су „мете” непријатељског преузимања она предузећа код којих директори (менаџери) имају мање учешће у капиталу предузећа. Велик број аутора (Scharfstein, 1988; Andrade, Mitchell, & Stafford, 2001; Jensen, 1986; Jensen & Ruback, 1983) у својим радовима истичу да непријатељске понуде карактеришу знатно већи приноси од пријатељских понуда, управо због тог дисциплинирајућег механизма.

Транзиција и проблем корпоративног управљања у Србији у периоду од 2001-2014.године¹

Србија је након читаве једне деценије суочавања са међународном изолацијом, хиперинфлацијом, рецесијом, 2001.године наставила процес транзиције започет 1989.године.

¹ О реструктурирању предузећа, транзицији и индикаторима ЕБРД опширније изложено на научној конференцији: Андрашић, Ј., Мирковић, В., Миленковић, Н.(2017) Analysis of business restructuring in the Serbian market, EMC-International Symposium Engineering Management and Competitiveness 7; Zrenjanin; 2017, ISBN 978-86-7672-301-0, pp. 221-225

Укидањем санкција од стране Међународне заједнице, у Србији су се створили услови за успостављање механизма својствених земљама које послују у тржишним условима привређивања. Доношењем већег броја закона којима се уређује институционални оквир тржишне привреде започео је процес транзиције у Србији. Дошло је до пораста макроекономске стабилности, приватизације великог броја друштвених предузећа, пораста либерализације трговине и отворености тржишта, а самим тим и постепеног опоравка српске привреде. Тај тренд се прекинуо 2009.године појавом светске финансијско-економске кризе.

Процес транзиције је неодвојив од процеса приватизације и реструктурирања предузећа. Правни основ током периода од 2001-2014. године за спровођење реструктурирања предузећа је био Закон о приватизацији², Уредба о поступку и начину реструктурирања субјеката приватизације³, Закон о привредним друштвима⁴, Закон о преузимању акционарских друштава⁵, Закон о страним улагањима⁶, Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената.⁷

Србија је 2014.године донела нов Закон о приватизацији⁸ и 2015. године нов Закон о улагањима⁹. Нов закон о приватизацији поред продаје капитала је дефинисао и стратешко партнерство како модел продаје дела капитала државног предузећа страном власнику што би све заједно требало да утиче на окончање процеса приватизације.

Табела бр. 1 *Оцена транзиционих индикатора Србије и периоду од 2001-2014.године*

Србија	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Прив.вп.	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Прив.мп.	3.3	3.3	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
Рестр. и упр. пред.	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Либер.цена	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Трг.и дев.	3.0	3.3	3.3	3.3	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Конкур.	1.0	1.0	1.7	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Инфрастр.	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7

Извор: Аутори на основу података са сајта www.ebrd.com, Европска банка за обнову и развој, преузето 18.05.2018.

Европска банка за обнову и развој прати реформске процесе преко транзиционих индикатора у следећим реформским индикаторима: приватизација

²„Сл. Гласник РС“ бр.38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007 – др.закон и 30/2010 – и др.закон, 93/2012, 119/2012

³„Сл. Гласник РС“, бр. 52/2005, 96/2008, 98/2009, 44/2013 и 59/2013.

⁴„Сл. Гласник РС” бр. 125/04, а касније “Сл. Гласник РС”, бр. 36/11, 99/11, 83.14, 5/15)

⁵„Сл. Гласник РС“ 46/06, 107/09, 99/11

⁶„Сл. Гласник СРЈ“ бр, 3/2002, 5/2003.

⁷„Сл. Гласник РС“, бр, 47/06

⁸„Сл. Гласник РС”, бр. 83/2014, 46/2015.

⁹„Сл. Гласник РС“ бр, 89/2015

великих предузећа (прив.вп.), приватизација малих предузећа (прив.мп.), реструктурирање и управљање предузећима (рестр.и упр. пред.), либерализација цена (либер.цена), трговински и девизни систем (трг.и дев.), политика конкуренције (конкур.) и инфраструктура (инфрастр.).

Највећа оцена за напредак у транзицији је 4.33, а најмања 1. Вредност 1 представља малу или никакву промену од централно планске привреде, док 4.3 репрезентује стандарде тржишних привреда.

Из презентираних табела можемо уочити да у посматраном периоду управо најнижа оцена постоји код реструктурирања и управљања предузећима. Споро реструктурирање је присутно из разлога што први талас приватизације је искључивао велика јавна предузећа из области инфраструктуре, јер све до доношења новог Устава 2006.године нису били јасни власнички односи предузећа (Увалић, 2012:268).

Што се тиче управљања предузећима, реформска оцена је ниска, јер су различити процеси власничког реструктурирања и постојање различитих облика својине након 2001.године додатно отворили проблем корпоративног управљања. Нису била јасна права различитих стејкхолдера – радника, менаџера, државе, страних власника у приватизованим предузећима.

Након 2001.године у Републици Србији је пословало пет различитих група предузећа посматрано са аспекта власништва (Ерић & Стошић, 2013:93):

- (1) Друштвена и државна предузећа чији је капитал био у већинском односно потпуном друштвеном/државном власништву, која су ушла у процес приватизације,
- (2) Друштвена и државна предузећа чији је капитал био у већинском односно потпуном друштвеном/државном власништву, и која су добила статус у реструктурирању, која нису могла бити продата без претприватизационог реструктурирања,
- (3) Предузећа у мешовитом власништву приватизована према приватизационим моделима до 2000.године,
- (4) Јавна предузећа на републичком, покрајинском или општинском (градском) нивоу са капиталом у државном/друштвеном власништву,
- (5) Приватна предузећа формирана након 1989.године, када је законски постало допуштено оснивање нових приватних предузећа.

Закључак

Доношењем новог Закона о приватизацији 2001. године мења се метод приватизације, инсајдерски метод који је био у примени према Закону о својинској трансформацији из 1997.године¹⁰ замењује метод продаје предузећа за готовину стратешком инвеститору.

На основу Закона о приватизацији из 1991. и 1997.године, где се приватизација предузећа вршила углавном путем инсајдерског модела, у већини предузећа, менаџер предузећа је био и власник предузећа, тако да проблем корпоративног управљања није ни постојао.

¹⁰ „Сл. Гласник РС“, бр.32/97

Након 2001. године због постојања различитих облика својине предузећа долази до даљег усложњавања проблема корпоративног управљања, јер нису била јасна права различитих стејхолдера – радника, менаџера, државе, страних власника у приватизованим предузећима.

У Србији проблем корпоративног управљања постоји и због неразвијености тржишта капитала и одсутности екстерног дисциплинаторског механизма контроле менаџера.

Србија је 2014. године донела нов Закон о приватизацији и у 2015. години нов Закон о улагањима. Нов Закон о приватизацији поред продаје капитала дефинише и стратешко партнерство како модел продаје дела капитала државног предузећа страном власнику што би све заједно требало да утиче на окончање процеса приватизације. Успостављање права власништва и јачање приватног сектора представља предуслов за подизање оцене ЕБРД из области реструктурирања и корпоративног управљања предузећем.

Литература:

1. Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspective on Mergers. *Journal of Economics Perspectives* 15, 103-120
2. Baek, J.-S., Kang, J.-K., & Park, K. S. (2004). Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics* 71, 265-313.
3. Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2004). *Does Corporate Governance Predict Firms Market Values? Evidence from Korea*. University of Texas School of Law (SSRN).
4. Bris, A., & Cabolis, C. (2002). *Corporate Governance Convergence by Contract: Evidence from Cross Border Mergers*. Yale No.02-32.
5. Edwards, J., & Nibler, M. (2000). Corporate Governance in Germany: the Role of Banks and Ownership Concentration. *Economic Policy*, 15(31), 237-267.
6. Erić, D., Stošić, I. (2013) *Korporativno restrukturiranje*, Institut ekonomskih nauka, Beograd.
7. Faleye, O. (2003). *Are Large Board Poor Monitors? Evidence from CEO Turnover*. Radni materijal SSRN.
8. Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* 118, 107-155.
9. Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2014). Firm size, sovereign governance, and value creation: Evidence from the acquirer size effect. *Journal of Corporate Finance* 26, 57-77.
10. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.
11. Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly* 12, 235-256. in: *Todorović, M. (2010). Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str. 7*
12. Jensen, M. C., Ruback, R. S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.

13. Jensen, M.C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
14. Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging markets. *Journal of Corporate Finance* 10, 703-728.
15. Koke, J. F., Dherment-Ferere, I., & Renneboog, L. (2001). *Corporate Monitoring by Blockholders in Europe: Empirical Evidence of Managerial Disciplining in Belgium, France, Germany and the UK*. <http://ssrn.com>: ZEW Discussion Paper No. 01-24.
16. Monks, R. A. (2002). Creating Value Through Corporate Governance. *Corporate Governance* 10, 116-123.
17. Morck, R., Nakamura, M., & Shivdasani, A. (2000). Banks, Ownership Structure and Firm Value in Japan. *Journal of Business* 73(4) .
18. North, D. S. (2001). The Role of Managerial Incentives in Corporate Acquisitions: The 1990s Evidence. *Journal of Corporate Finance* 7, 125-149.
19. Offenberg, D. (2009). Firm size and the effectiveness of the market for corporate control. *Journal of Corporate Finance* 15, 66-79.
20. Scharfstein, D. (1988). The disciplinary Role of Takeovers. *The Review of Economic Studies* 55, 185-199.
21. Weisbach, M. (1988). Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.
22. Uvalić, M. (2012). Tranzicija u Srbiji - ka boljoj budućnosti. Beograd.

THE PROBLEMS OF CORPORATE GOVERNANCE IN SERBIA

Summary: The aim of the paper is to examine the internal and external mechanisms of managers control due to the existence of an agency problem as well as analyzing the mentioned mechanisms on the Serbian market in the period from 2001 to 2014. Since the corporation forms a form of contractual relationship between different interest groups - stakeholders, conflicts arising between different interest groups cause agency costs for an enterprise. The internal discipline of managers is most often carried out through the corporate governance mechanism, while external discipline is most often done through the capital market, that is the corporate control market. In 2001, a new Privatization Law was passed in Serbia, according to which the method of privatization is changed, the insider method that was implemented in accordance with the Law on Property Transformation from 1997 replaces the method of selling the cash company to the strategic investor. However, after 2001, due to the existence of different forms of company ownership, there is a further complication of corporate governance problems, since the rights of different stakeholders - workers, managers, states, foreign owners in privatized companies - were not clear. In Serbia, the problem of corporate governance exists also due to the underdevelopment of the capital market and the absence of an external disciplinary control mechanism for managers that would allow for greater managerial discipline and, consequently, the effective functioning of internal mechanisms for disciplining managers.

Key words: corporate governance, Serbia, restructuring, transition, internal and external control mechanisms

