

UNIVERZITET "ADRIATIK" BAR  
FAKULTET ZA MEDITERANSKE POSLOVNE STUDIJE  
TIVAT



Aleksandra Radojević

**KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U FUNKCIJI  
USKLAĐIVANJA INTERESA MENADŽMENTA  
I AKCIONARA U CRNOJ GORI**

MAGISTARSKI RAD

Tivat, januar 2020.

UNIVERZITET "ADRIATIK" BAR  
FAKULTET ZA MEDITERANSKE POSLOVNE STUDIJE  
TIVAT

**KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U FUNKCIJI  
USKLAĐIVANJA INTERESA MENADŽMENTA  
I AKCIONARA U CRNOJ GORI**

MAGISTARSKI RAD

Mentor: Prof. dr Vinko Nikić  
Predmet: Strategijski menadžment

Student: Aleksandra Radojević  
Broj Indexa: M12/16  
Smjer: Nautički turizam

Tivat, januar 2020.

## SADRŽAJ:

<b>REZIME .....</b>	<b>III</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>IV</b>
<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE .....</b>	<b>8</b>
1.1 POJAM KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA .....	8
1.2 ZNAČAJ KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA .....	10
1.4 PRINCIPI KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA .....	11
1.5 MODELI KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA .....	13
1.5.1 <i>Anglo-saksonski (angloamerički) model</i> .....	13
1.5.2 <i>Kontinentalni (Franco-v njemački) model</i> .....	14
1.5.3 <i>Japanski model</i> .....	15
1.5.4 <i>Model preduzeća u vlasništvu porodice</i> .....	15
1.6 ULOGA I PRAVILA KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA .....	16
<b>2 MEHANIZMI KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA .....</b>	<b>16</b>
2.1 INTERNI MEHANIZAMI .....	20
2.1.1 <i>Odvajanje menadžmenta od vlasništva</i> .....	21
2.1.2 <i>Profesionalizacija menadžerske funkcije i menadžerskih organa u preduzeću</i> ..	24
2.1.3 <i>Norme učinka menadžmenta</i> .....	25
2.1.4 <i>Mjere i ocijenjivanje uspješnosti u radu menadžmenta</i> .....	26
2.1.5 <i>Sistem nagrađivanja menadžmenta</i> .....	28
2.1.6 <i>Koncentracija vlasništva kao mehanizam korporativnog upravljanja</i> .....	30
2.1.7 <i>Nadzorni organi dioničara i vlasnika korporacija</i> .....	32
2.1.8 <i>Odnos u interesno-uticajnim grupama</i> .....	33
2.1.9 <i>Finansijska transparentnosti adekvatnog objavljivanja informacija</i> .....	35
2.2 EKSTERNI MEHANIZMI .....	36
2.2.1 <i>Tržišni sistem korporativnog upravljanja</i> .....	37
2.2.2 <i>Pravna infrastruktura</i> .....	38
2.2.3 <i>Zaštita manjinskih dioničara</i> .....	42
2.2.4 <i>Konkurentski uslovi</i> .....	43
2.3 VAŽNOST UNUTRAŠNJIH MEHANIZAMA U ODNOSU NA SPOLJAŠNJE MEHANIZME .....	44
<b>3 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U CRNOJ GORI .....</b>	<b>44</b>
3.1 STRUKTURA KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI .....	44
3.2 OSNOVNI MODEL KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI .....	46
3.2.1 <i>Nacionalni kodeks korporativnog upravljanja</i> .....	48
3.3 OSNOVNI PRINCIPI KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI .....	49
3.4 PROBLEMI KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI .....	51
3.4.1 <i>Zakonska ograničenja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori</i> .....	51
3.4.2 <i>Agencijski problem kao potencijalni problem</i> .....	53

## **4 ZNAČAJ USKLADIVANJA ODNOSA MENADŽMENTA I AKCIONARA PUTEM KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA ZA DALJI RAZVOJ PRIVREDE CRNE GORE ..... 55**

4.1 NUŽNOST USPOSTAVLJANJA MODERNOG ODNOSA MENADŽMENTA I AKCIONARA U KORPORATIVNOM UPRAVLJANJU U CRNOJ GORI .....	55
4.2 PROFESIONALNO FUNKCIONISANJE MENADŽMENTA KAO OSNOVA MODERNOG KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI.....	57
4.2.1 <i>Profesionalizacija menadžerske funkcije i menadžerskog kadra u našim javnim korporacijama</i> .....	57
4.3 ZAKONSKE I DRUGE PRETPOSTAVKE ZA USKLADIVANJE ODNOSA MODERNOG MENADŽMENTA I AKCIONARA U KORPORATIVNOM UPRAVLJANJU U CRNOJ GORI.....	58
4.3.1 <i>Zakonske i normativne pretpostavke</i> .....	58
4.3.2 <i>Politička situacija u Crnoj Gori</i> .....	59
4.4 MJERENJE I OCJENJIVANJE USPJEŠNOSTI U RADU MENADŽERA U KORPORATIVNOM UPRAVLJANJU U CRNOJ GORI .....	60
4.5 SMJERNICE ZA KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U CILJU BOLJE REGULACIJE INTERESA MENADŽMENTA I AKCIONARA U CRNOJ GORI .....	61
4.5.1 <i>Efikasnije sprovođenje zaštite akcionarskih prava</i> .....	63
4.5.2 <i>Adekvatna sudska zaštita i efikasnija primjena akcionarskih tužbi</i> .....	65
4.5.3 <i>Unapređenje transparentnosti poslovanja akcionarskih društava u Crnoj Gori</i>	66
4.5.4 <i>Razvoj novih pravnih instituta sa znanjem uporednog prava</i> .....	67
4.5.5 <i>Novi načini nagrađivanja menadžmenta u zavisnosti od poslovnog rezultata preduzeća</i> .....	69
4.5.6 <i>Nadzorne funkcije ovlašćenih državnih organa</i> .....	71
4.5.7 <i>Brže usvajanje standarda i preporuka u ovoj oblasti na nivou Evropske Unije</i> .	73

### **ZAKLJUČAK**

### **LITERATURA**

### **POPIS TABELA**

## REZIME

Istraživanje unapređenja efektivnosti mehanizama korporativnog upravljanja je vrlo složena istraživačka tema u oblasti korporativnog upravljanja, kao i strategijskog menadžmenta. Različiti teorijski modeli i empirijski rezultati, ukazuju na međuzavisnost mehanizama korporativnog upravljanja i procedura u okviru strategijskog odlučivanja. Međutim, tradicija i dosadašnja istraživanja ukazuju da se u svijetu razvijaju spektri različitih pristupa korporativnog upravljanja. U praksi je poznato, da ne postoji jedinstven i uvijek optimalan izbor modela korporativnog upravljanja, obzirom da je zavisan od pravne regulative, institucionalnih okvira i tradicije zemlje. Ipak, svima njima je zajedničko da postoji visoki prioritet koji radi na povećanju interesa akcionara u preduzeću, da će sredstva akcionara mogu biti efikasno i mudro iskorišćena. U radu su prezentovani neki od najvažnijih unutrašnjih mehanizama korporativnog upravljanja koji doprinose aktuelnosti ove problematike, a kojim je napravljen osvrt na korporativno upravljanje, njegove karakteristike, interne i eksterne mehanizme, prezentovani postojeći modeli, njihove prednosti i nedostaci korporativnog upravljanja u Crnoj Gori. Ovaj magistarski rad je potencirao istraživanje mehanizama korporativnog upravljanja ukazujući na neminovnost unapređenja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, kako bi se povećala ekonomska efikasnost i tržišnog privređivanja preduzeća. Kako tržište korporativne kontrole i regulatorni sistem korporativnog upravljanja u Crnoj Gori i drugih zemalja u tranziciji, još uvijek nisu razvijeni s teorijskog i regulatornog aspekta, istraživanje internih mehanizama korporativnog upravljanja ima poseban teorijski i praktični značaj. Teorijsku analizu u oblasti korporativnog upravljanja pratile su mnoge zablude i to ne samo u crnogorskoj privredi, već i u mnogim drugim ekonomijama zemalja u tranziciji, a posebno o modelima praktičnog rješavanja, među kojima je jedna od važnijih bila da država treba da rješava većinu takvih problema, a što je uglavnom bila posljedica nerazumijevanja načina funkcionisanja korporativnog upravljanja.. Dosadašnja analiza pravnih propisa u Crnoj Gori jasno pokazuju da bi prava akcionara u Crnoj Gori trebala biti jednaka pravima akcionara u Evropskoj uniji. Međutim, Crna Gora se uglavnom nalazi na samom dnu ljestvice u smislu zaštite akcionarskih prava u Evropi, zajedno sa Srbijom i drugim državama u regionu. Da bi akcionari uživali efektivnu zaštitu, njih treba da štite prije svega pravne norme, ali je još važnije da iza pravnih normi bude propisana efektivna primjena tih propisa u praksi, a njihova primjena može biti dobrovoljna ili prinudna. Dobrovoljna primjena označava da se pravne norme dobrovoljno primjenjuju, kao i da pravna norma ima legitimitet, dok ako se radi o prinudnoj primjeni, primjena iste da bi bila efikasna institucije koje je primjenjuju (uglavnom sudovi) imaju neophodan institucionalni kapacitet. Svakako je jednostavno zaključiti da efikasnost sprovođenja zaštite akcionarskih prava treba procijeniti sprovođenjem detaljnog istraživanja i analize crnogorskih javnih i privatnih izvršenja, utvrđujući probleme koji u tim oblastima postoje u pogledu nedovoljnosti kapaciteta, nedovoljnosti relevantnog znanja, potrebe za promjenama i operativnim sprovođenjem, kao i faze i korake koje treba razumijeti i sprovesti kako bi se problemi povećanja efikasnosti zaštite akcionara efikasnije riješili.

Ključne riječi: *korporativno upravljanje, mehanizmi, korporativna kontrola, koncentracija vlasništva, korporativna kultura*

## ABSTRACT

Researches of improving the effectiveness of corporate governance mechanisms are very complex topic in the field of corporate governance as well as strategic management. Various theoretical models and empirical results indicate the interdependence of corporate governance mechanisms and procedures within strategic decision making. However, tradition and past research indicate that the spectrum of different approaches to corporate governance are developed in the world. In practice, it is well known that there is no unique and always optimal choice of corporate governance model, since it depends on legal regulation, institutional frameworks and country tradition. However, they all have in common that there is a high priority that works to increase shareholder interest in the company, that shareholder funds can be used effectively and wisely. The paper presents some of the most important internal mechanisms of corporate governance that contribute to the current issues, and gives an overview of corporate governance, its characteristics, internal and external mechanisms, present existing models, their advantages and disadvantages of corporate governance in Montenegro. This Master's thesis has strengthened the study of corporate governance mechanisms, pointing to the necessity of improving corporate governance in Montenegro, in order to increase the economic efficiency and market economy of enterprises. As the corporate control market and the regulatory system of corporate governance in Montenegro and other transition countries are not yet developed from a theoretical and regulatory point of view, the study of internal corporate governance mechanisms is of particular theoretical and practical importance. The theoretical analysis in the field of corporate governance has been followed by many misconceptions, not only in the Montenegrin economy, but also in many other economies of countries in transition, and especially on models of practical solutions, among which one of the most important was that the state should solve most of such problems. mainly due to a misunderstanding of how corporate governance works. The analysis of legal regulations in Montenegro so far shows that the rights of shareholders in Montenegro should be equal to the rights of shareholders in the European Union. However, Montenegro is generally at the bottom of the list in terms of protecting shareholder rights in Europe, along with Serbia and other countries in the region. In order for shareholders to enjoy effective protection, they must be protected above all by legal norms, but it is even more important that the legal norms prescribe the effective application of these regulations in practice, and their implementation may be voluntary or coercive. Voluntary application means that legal norms are voluntarily applied, as well as that legal norm has legitimacy, whereas in the case of coercive enforcement, its application in order to be effective institutions (mainly courts) have the necessary institutional capacity. It is certainly straightforward to conclude that the effectiveness of the enforcement of shareholder rights protection should be assessed by conducting a thorough research and analysis of Montenegrin public and private enforcement, identifying the problems that exist in these areas with regard to lack of capacity, lack of relevant knowledge, the need for change and operational implementation, as well as the stages and steps that need to be understood and implemented to more effectively address shareholder protection issues.

Key words: *corporate governance mechanisms, corporate control, concentration of ownership, corporate culture*

## UVOD

Korporativno upravljanje (engl. *Corporate Governance*) predstavlja skup odnosa u akcionarskim kompanijama, način njihovog organizovanja i strukturu putem koje se definišu ciljevi kompanije. Ono je istovremeno i sredstvo za ostvarivanje ciljeva preduzeća i praćenje ostvarenih rezultata u istom.

Koncept korporativnog upravljanja nema jednoznačnu definiciju i u njegovom se definisanju susrijeće mnoštvo problema, vjerovatno zbog kompleksnosti odnosa unutar jednog preduzeća korporacije (veliki broj vlasnika/investitora, različitih stavova i odnosa članova nadzornog odbora, mada uprava teži ka efikasnijim radom sa što manje izvještavanja).

Korporativno upravljanje predstavlja takođe i ključni element u poboljšanju ekonomske efikasnosti i rasta akcionarskih društava, kao i u povećanja poverenja investitora. Međutim, premda model korporativnog upravljanja koji se primjenjuje u preduzeću zavisi od uslova i specifičnosti svakog preduzeća ponaosob, korporativno upravljanje je dio šireg ekonomskog konteksta u kojem isti posluju, a obuhvata makroekonomsku politiku i način funkcionisanja tržišta. Način primjene principa korporativnog upravljanja u preduzećima zavisi i od zakonskog, regulatornog i institucionalnog okruženja. Imajući u vidu navedene odnose, može se reći da prisustvo efikasnog sistema korporativnog upravljanja unutar pojedinačnog preduzeća, ali i ekonomije kao cjeline, podrazumijeva stvaranje određenih preduslova u cilju funkcionisanja tržišne ekonomije i efikasne lokacije resursa.

Korporativno upravljanje kao sistem upravljanja korporacijom/preduzećem uključuje odnose između uprave, nadzornog odbora, dioničara i ostalih zainteresovanih strana unutar i izvan preduzeća – stakeholdera, (npr. zaposlenih, dobavljača, kupaca), pa dakle ima važan uticaj na funkcionisanje cjelokupnog preduzeća, ali i zajednice.

Korporativno upravljanje, pored toga podrazumijeva bavljenje problemima koji su se odnose na odvajanje vlasništva i kontrole, na upravljačke strukture i procese u poslovnim sistemima i preduzećima.

Korporativno upravljanje spada u širi institucionalni okvir tj. onaj koji reguliše kompleksne odnose između menadžmenta preduzeća tj. njenog upravnog odbora, akcionara i drugih stejkholdera. Problemi korporativnog upravljanja postaju aktuelni u uslovima odvojenosti vlasništva i kontrole, odnosno kada postoji opasnost pojave oportunističkog ponašanja menadžera.

Dva dominantna modela korporativnog upravljanja koji na različite načine determinišu odnose akcionara, menadžera i ostalih stejkholdera su *outsider*-ski (eng. *outside-spoljašnji*), tržišni model korporativnog upravljanja karakterističan za anglosaksonske zemlje i *insider*-ski (engl. *insider – unutrašnji*) model koji se primjenjuje u zemljama kontinentalne Evrope i Japanu. Unutrašnji model karakteriše postojanje veće koncentracije vlasništva u rukama malog broja velikih akcionara koji imaju veću moć i mogućnost da utiču na donošenje odluka usmjerenih na uvećanje vrijednosti preduzeća. Jedan od internih mehanizama korporativne kontrole je koncentracija vlasništva u rukama malog broja velikih akcionara koji imaju interes da nadgledaju rad menadžera i moć da implementiraju željene promjene.

Ne postoji jedinstvena definicija korporativnog upravljanja koja se može primjeniti na sve situacije i savremene poslovne sisteme. Ipak, većini definicija zajedničko je to da uzimaju u obzir i interni i eksterni aspekt korporativnog upravljanja.

Interni aspekt je usmjeren na samo privredno društvo (preduzeće/firmu/korporaciju), korporativno upravljanje se posmatra kao sistem odnosa definisan strukturama i procesima koji se obično fokusiraju na mehanizme za obezbjeđenje efikasnog upravljanja preduzećem i izvještavanja investitora i javnosti.

Eksterni aspekt, s druge strane, koncentriše se na odnose između društva i njegovih nosilaca interesa. Nosioци interesa su pojedinci ili institucije koje imaju interes u društvu i investitori, zaposleni, povjerioci, dobavljači, potrošači, regulatorni i drugi državni organi, kao i lokalna zajednica u kojoj društvo posluje. Taj aspekt analizira i položaj preduzeća na tržištu kapitala. Korporativno upravljanje se analizira sa stanovišta kvaliteta zaštite koju sistem korporativnog upravljanja pruža eksternim investitorima.

U okviru ovog magistarskog rada prioritet istraživanja su interni aspekti i mehanizmi korporativnog upravljanja, obzirom da oni u preduzeću predstavljaju prioritet u usklađivanju odnosa između menadžmenta i akcionara preduzeća, kao savremenog poslovnog sistema.

Problem istraživanja predstavljaju dva centralna pitanja korporativnog upravljanja, a njihovo postojanje i rješavanje zavisi od strukture vlasništva u preduzeću. Sa jedne strane, u akcionarskim društvima sa disperziranom svojinom osnovna poteškoća je kontrola performansi menadžera od strane spoljnih akcionara koji nemaju dovoljno moći da na njih utiču. Sa druge strane, u kompanijama sa malim brojem vlasnika menadžeri su obično kontrolisani od strane najvećeg/najvećih vlasnika, pa je osnovno pitanje dobrog korporativnog upravljanja kako da manjinski vlasnici onemoguće kontrolnog vlasnika/vlasnike da izvlači/e pretjerane koristi kroz mahinacije na štetu manjinskih vlasnika. Kao moguće rješenje pomenutog problema obično se traži kroz različite mehanizme koji ga mogu ublažiti. Najčešći mehanizmi koji se u praksi koriste su: oslonac na težnju menadžera da steknu i očuvaju sopstvenu poslovnu reputaciju, usklađivanje interesa menadžmenta sa interesom korporacije i njenih vlasnika kroz podsticajne šeme nagrađivanja menadžera, delegiranje kontrole nad menadžmentom upravnom odboru, kao predstavniku vlasnika koji bi trebalo da donosi strateške odluke i kontroliše menadžment; jasno definisanje fiducijarne dužnosti menadžera prema korporaciji, praćene tužbama pred sudovima kada je menadžer prekrši; djelimična koncentracija svojine i kontrole u rukama jednog ili par većih investitora, čime se ublažava problem koji donosi disperzija vlasništva; tržište kapitala, kao signalnog instrumenta za loš rad menadžmenta; preuzimanje firme (takeovers) od strane drugih onda kada se vrednost firme spusti ispod realne, a zbog lošeg rada uprave; borba za zastupničke glasove na skupštini akcionara, gde dolazi do privremene koncentracije vlasništva ili glasova kada je to potrebno; razne oblike zaštite manjinskih akcionara.

Predmet istraživanja tj. korporativno upravljanje nužno pretpostavlja unapređenje postojećih, ali i oblikovanje i dizajniranje novih sistema i mehanizama u preduzeću kojima se isti želi unaprijediti i poboljšati.

Savremeno korporativno upravljanje je, relativno, nov model koji se pojavio prije skoro dvadeset godina kao neophodnost novonastalih prilika u poslovanju preduzeća. Osnovni problem korporativnog upravljanja preduzeća, odnosno akcionarkog društva je u odvajanju vlasnika od funkcije upravljanja koja se povjerava menadžmentu. Međutim, isto tako,



neophodno je da preduzeće i njegov rad treba predstavljati sinergiju djelovanja akcionara, članova upravnog odbora, izvršnih direktora, internih i eksternih revizora, posrednika na tržištu kapitala, komisije za hartiju od vrijednosti, kao i drugih učesnika na tržištu kapitala i od kvaliteta njihovih aktivnosti direktno zavisi stanje sistema korporativnog upravljanja na nivou preduzeća, ali i na nivou nacionalne, regionalne i svjetske privrede. Dakle, korporativno upravljanje predstavlja sistem usklađenog djelovanja brojnih heterogenih faktora, djelujući kako unutar društva, tako i spolja.

Mehanizmi mogu biti raznovrsni i oni obuhvataju kontrolu od strane akcionara i kreditora, mehanizme unutrašnje kontrole, eksterne revizore i zakonske okvire u kojima preduzeće posluje. Interni ili unutrašnji mehanizmi su mehanizmi na koje preduzeće može neposredno uticati, dok je na spoljašnje vrlo teško ili skoro nemoguće direktno uticati.

Najvažniji interni mehanizmi preduzeća se dijele na:

- odbor(i) direktora;
- naknade menadžmenta;
- koncentracija vlasništva;
- odnos s interesno-uticajnim grupama;
- finansijska transparentnost i
- adekvatno i transparentno objavljivanje relevantnih informacija.

Izbor najboljeg mehanizma u cilju efikasnijeg usklađivanja interesa menadžmenta i akcionara predstavlja osnovni problem istraživanja ovog magistarskog rada.

Glavni aspekt problema istraživanja u ovom magistarskom radu odnosi se na dva centralna pitanja korporativnog upravljanja, a njihovo postojanje i rješavanje zavisi od strukture vlasništva u preduzeću. Prvi aspekt, se odnosi na činjenicu da su u akcionarskim društvima disperzirane svojine, te problem predstavlja analizu i razumijevanje mogućnosti kontrole performansi tj. karakteristika menadžera od spoljašnjih akcionara koji mogu imati smanjenu moć uticaja na njih. Drugi aspekt, se odnosi na preduzeća sa malim brojem vlasnika, u kojima su menadžeri obično kontrolisani od strane najvećeg/najvećih vlasnika, pa se uočava problem efikasnog korporativnog upravljanja kako bi manjinski vlasnici onemogućili kontrolnog vlasnika/vlasnike da izvlači/e prevelike koristi kroz mahinacije, a sve na štetu manjinskih vlasnika.

Rješenja na pomenute probleme obično se traže kroz različite mehanizme kojima bi se isti umanjili ili izbjegli. Najčešći mehanizmi koji se u praksi koriste su:

- oslonac na težnju menadžera da steknu i očuvaju sopstvenu poslovnu reputaciju;
- usklađivanje interesa menadžmenta sa interesom korporacije i njenih vlasnika;
- podsticajne šeme nagrađivanja menadžera;
- delegiranje kontrole nad menadžmentom upravnom odboru, kao predstavniku vlasnika koji bi trebalo da donosi strateške odluke i kontroliše menadžment;

- jasno definisanje fiducijarne/povjereničke dužnosti menadžera prema preduzeću;
- praćene tužbi pred sudovima kada ih menadžer prekrši;
- djelimična koncentracija svojine i kontrole u rukama jednog ili par većih investitora, čime se ublažava problem koji donosi disperzija vlasništva;
- praćenje tržišta kapitala, kao signalnog instrumenta koji ukazuje na loš rad menadžmenta;
- preuzimanje firme (engl. *takeovers* - *preuzimanje*) od strane drugih onda kada se vrijednost firme spusti ispod realne, a zbog lošeg rada uprave;
- borba za zastupničke glasove na skupštini akcionara, gdje dolazi do privremene koncentracije vlasništva ili glasova kada je to potrebno;
- drugi razni oblici zaštite manjinskih akcionara.

Kako korporativno upravljanje predstavlja diversifikovanost u određivanju pravaca i razvoja korporacija od strane internih interesnih grupacija, kao što su: akcionari, menadžment, upravni odbor, neophodno je uskladiti menadžerske motive, sa interesima akcionara, ali i njihovim legitimnim predstavnicima tj. upravnim odborom. Kako se menadžeri nalaze na izvoru informacija, njihovi primarni interesi mogu doći u konflikt sa interesima akcionara, ako su prvenstveno usmjereni na ličnu karijeru u kompaniji.

S obzirom da je „upravni odbor“ spona između akcionara i menadžmenta, njegova uloga se ogleda u angažovanju, umješnosti i kritičkom osvrtu u određivanju strategije poslovanja. S druge strane, akcionari, kao treća interesna grupacija u preduzeću, bi trebali sve više biti uključeni i postati aktivni učesnici u vlasničkom dijelu i postati što bolje i više informisani o aktivnostima i radu preduzeća.

Kako bi se odgovorilo svim postavljenim zahtjevima i problemima, koji proizilaze iz različitih nivoa upravljanja i njihovih interesa u preduzeću, potrebno je objediniti nekoliko principa i pronaći kompromise u pogledu:

- efikasnosti i transparentnosti sa aspekta menadžmenta;
- odgovornosti i pravilnosti sa aspekta menadžmenta i upravnog odbora; i
- etičnosti sa aspekta upravnog odbora i akcionara.

Finansijski izvještaji često nisu u dovoljnoj mjeri transparentni, i u tome se realno skoro uvijek krila odgovornost i neetičnost u pojedinim odlukama. Izvještaji o korporativnom upravljanju svojom kvantitativnom i kvalitativnom analizom treba da objedine sve gore pomenute principe i kompromise različitih interesa u preduzeću, pravilno usmjeravajući strategiju preduzeća i obezbijavajući efikasnost njegovog poslovanja.

Cilj istraživanja ovog magistarskog rada jeste prikazati ulogu korporativnog upravljanja kao načina za usklađivanje različitih interesnih grupa u savremenom poslovnom sistemu tj. preduzeću, tj. u prvom redu menadžera na jednoj i akcionara na drugoj strani, kao i svih ostalih dioničara, odnosno stakeholdera kroz prikaz različitih internih mehanizama. Isto tako, cilj je empirijski ispitati prisutnost određenih mehanizama korporativnog upravljanja

u funkciji usklađivanja interesa menadžmenta i akcionara u Crnoj Gori i identifikujući one grupe internih mehanizama koji su najpogodniji za usklađivanje različitih interesa menadžmenta i akcionara. Dakle, potrebno je istraživati koji najvažniji interni mehanizmi korporativnog upravljanja utiču na proces donošenja strategijskih odluka i kontrolu menadžera u crnogorskim preduzećima, a sve u cilju zaštite interesa vlasnika, ali i drugih interesnih grupa, tj. akcionara.

Svrha ovog magistarskog rada je pridonijeti raspravi o mehanizmima korporativnog upravljanja u Crnoj Gori kao zemlji koja se nalazi u tranzicionoj ekonomiji.

Efikasno korporativno upravljanje omogućava akcionarima relevantnu mogućnost ostvarivanja prava u akcionarskom društvu, obezbijedujući konstruisanje procesa usmjeravanja kontrolisanja izvršnih organa od strane odbora društva, te omogućava upravljanje izvršnim organima i upravljanje sveobuhvatnim poslovima društva bez prekomjernih intervencija, a sve u cilju interesu društva, omogućavajući blagovremeno, tačno i transparentno objavljivanje važnih informacija i pokazatelja finasijskog stanja, strukture društva i vlasništva, organa upravljanja na osnovu kojih investitori i akcionari donose odluke.

Korporativno upravljanje omogućava usklađivanje zakonskih propisa odnosno zakonskih i ugovornih prava svih nosioca interesa i obezbijедуje efikasnu kontrolu, finasijskih i poslovnih aktivnosti društva, na osnovu kojih će se zaštititi prava i interesi akcionara.

Osnovni ciljevi efikasnog sistema korporativnog upravljanja jesu da obezbijedi priliv svježeg, eksternog kapitala, efikasno poslovanje preduzeća i, posljedično, maksimizaciju prihoda na uložena sredstva. Sva tri cilja biće ostvarena ukoliko se na optimalan način definiše položaj investitora - vlasnika kapitala koji se želi privući i čiji se prihod na uloženi kapital želi maksimizovati efikasnim poslovanjem preduzeća.

Definisanje položaja investitora podrazumijeva, s druge strane, pravilno definisanje prava i obaveza investitora unutar kompanije i na tržištu kapitala. Unutar kompanije, dizajniranjem sistema korporativnog upravljanja definiše se, prije svega, uloga menadžera (agenta kome investitor daje svoj kapital na upravljanje), i odnosi između menadžera i investitora (interni aspekt korporativnog upravljanja).

Korporativno upravljanje je prepoznato kao jedan od glavnih trendova istraživanja u oblasti strategijskog menadžmenta preduzeća. Obzirom na postavljeni problem rada koji se odnosi na identifikaciju mehanizama upravljanja koje se najčešće koriste crnogorskim preduzećima, a uvažavajući navedenu problematiku, kao i cilj istraživanja postavljena je osnovna hipoteza od koje se polazi u istraživanja, a koja glasi:

H0: Primjenom internih mehanizama korporativnog upravljanja na efikasniji način se usklađuju interesi menadžmenta i akcionara unutar savremenih poslovnih organizacija.

Na osnovu glavne hipoteze postavljene u radu, izvedeno je nekoliko pomoćnih hipoteza koje glase:

H1: Korporativno upravljanje predstavlja savremeni poslovni kocept kod kojeg se javlja više različitih modela.

H2: Postoje različiti mehanizmi korporativnog upravljanja koji se primjenjuju u savremenoj poslovnoj praksi.

H3: Modeli korporativnog upravljanje u Crnoj Gori su specifični usled problematike primjene usled nedovoljnog poznavanja korporativnog upravljanja po sve zainteresovane stejkholdere.

H4: Preciznije definisanje poslovnih odnosa između menadžera i akcionara ima direktan uticaj na razvoj kvalitetnijeg korporativnog upravljanja u Crnoj Gori.

Tokom izrade magistarskog rada korišćene su osnovne analitičke metode - analiza, sinteza, apstrakcija, indukcija i dedukcija, generalizacija i konkretizacija. Tokom prikupljanja podataka i informacija, korišćeni su primarni i sekundarni izvori podataka, kao i naučne i stručne publikacije iz oblasti strateškog menadžmenta, teorije menadžmenta, korporativnog upravljanja, te različiti web izvori.

Naučni doprinos istraživanja ovog magistarskog rada može se iskazati u analizi trenutnog stanja korporativnog upravljanja u poslovnim sistemima u Crnoj Gori, kao i davanju određenih predloga za unapređenje sistema korporativnog upravljanja sa ciljem poboljšanja odnosa između menadžmenta i akcionara. Isto tako, očekuje se da će rezultati istraživanja ukazati i na određeni broj internih mehanizama, odnosno na njihovu važnost u procesu korporativnog upravljanja, a sve u pravcu poboljšanja cjelokupnog procesa korporativnog upravljanja u crnogorskim preduzećima.

Društvena opravdanost zasnovana je na činjenici da ovaj rad teži dati odgovore i doprinos savremenoj oblasti korporativnog upravljanja koja još uvijek u stručnoj i naučnoj literaturi nije dovoljno istražena u Crnoj Gori. Ovaj rad predstavlja svojevrsnu osnovu i prilog istraživanjima problematike korporativnog upravljanja u fukciji usklađivanja interesa svih zainteresovanih strana, kao i na mogućnosti izmjene postojećih zakonskih okvira koji se odnose na oblast korporativnog upravljanja, te mogućnosti razvoja novih hibridnih mehanizama.

Rad se sastoji od četiri dijela. Nakon uvoda u kojem je prikazan osnovni predmet, cilj, hipoteze, metodologija i opravdanosti istraživanja, u prvom dijelu rada su objašnjen pojam, značaj, principi i modeli korporativnog upravljanja, osnove i razvoj korporativnog upravljanja, predstavljena su različita razumijevanja funkcija i opisana savremena pitanja korporativnog upravljanja. U okviru prvog dijela rada istaknut je značaj korporativnog upravljanja koji se ogleda u obezbjeđenju efektivnog donošenja odluka, poboljšanju performansi preduzeća, zaštiti interesa akcionara i svih zainteresovanih stakeholdera.

U drugom dijelu ovog magistarskog rada detaljnije su objašnjeni najvažniji interni i eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja, s glavnim vrstama vlasničkih struktura preduzeća, odnosima između upravljačkih struktura i funkcija, te nedostaci postojećih sistema upravljanja sa opisom tri najčešća tj. dominantna modela koroporativnog upravljanja, od kojih je jedan karakterističan za anglosaksonske zemlje, a druga dva za zemlje kontinentalne Evrope i Japana. Sistem korporativnog upravljanja koji važi u određenoj zemlji opredjeljuje upotrebu internih ili eksternih mehanizama korporativne kontrole čija je svrha da se redukuju troškovi nastali uslijed razdvajanja vlasništva i kontrole i usklade interesi vlasnika i menadžera i svih zainteresovanih stakeholdera.

Treći dio rada bavi se analizom koncentracije vlasništva kao jednog od internih mehanizama korporativne kontrole koji se najčešće koristi u modelu kontinentalne Evrope i posvećen je analizi korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, i analizi faktora koji određuju i pokušavaju razjasniti odnos između korporativnog upravljanja i upravljačkih funkcija u Crnoj Gori, kao zemlji u tranziciji.

U četvrtom dijelu obrađena je problematika važnosti usklađivanja odnosa menadžmenta i akcionara putem korporativnog upravljanja za dalji razvoj privrede Crne Gore. Ovo poglavlje se bavi značajem usklađivanja odnosa menadžmenta i akcionara putem

korporativnog upravljanja važnog za daljni razvoj privrede Crne Gore, pitanjima neophodnih transformacija i zakonskih usklađivanja odnosa modernog menadžmenta i akcionara, mjerenjima uspješnosti tih transformacija i usklađivanja, te objašnjavanjem razloga zašto bi na primjer njemački tj. kontinentalno-evropski model bio poželjan i preferirani model upravljanja u Crnoj Gori, te zašto odabrani modeli imaju lošiju izvedbu ekonomiji Crne Gore od drugih zemalja slične crnogorskoj, te daju prijedlozi kako bi se primjena istih mogla poboljšati u budućnosti. Na samom kraju je dat zaključni prikaz, popis korišćene literature i popis slika i tabela.

# 1 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE

## 1.1 Pojam korporativnog upravljanja

Postoji više definicija korporativnog upravljanja, iako se primjena određenog modela ne može uvijek primijeniti na sve pravne sisteme i sve situacije. Definicije, danas uglavnom zavise od autora koji se citiraju ili od institucije koja ih želi primijeniti, ali i od određene države ili njene pravne tradicije.

Međunarodna finansijska korporacija (IFC: *International Financial Corporation*) korporativno upravljanje definiše kao “*strukturu i procese vođenja i kontrole privrednih društava*”. Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD: *Organisation for Economic Cooperation and Development*), je 1999. godine objavljujući Principe korporativnog upravljanja, detaljnije definisala korporativno upravljanje kao “*interna sredstva pomoći kojima se vodi i kontroliše rad akcionarskih društava ..., a koja podrazumijevaju grupu odnosa između menadžmenta društva, odbora i akcionara u njemu, kao i drugih nosioca interesa*”.<sup>1</sup>

Korporativno upravljanje pored toga, obezbijeduje strukturu kroz koju se postavljaju ciljevi akcionarskog društva, te definištu sredstva za postizanje ciljeva i praćenje efekata. Efikasno korporativno upravljanje uglavnom treba da omogući odgovarajuću stimulaciju izvršnom menadžmentu i članovima odbora u društvu, kao uputstvo za slijed ciljeva u interesu društva i akcionara, te omogući efikasan sistem kontrole, podstičući društvo ka efikasnijem korišćenju resursa.

Korporativno upravljanje predstavlja proces vođenja i upravljanja preduzećem.

Poslovne zadatke koje korporativni menadžment često obavlja mogu obuhvatati čine: strateško planiranje; upravljanje resursima preduzeća; i njihova primjena u postizanju ciljeva istog.<sup>2</sup>

Aspekt upravljanja u vođenju preduzeća se bavi svim vrstama projekata i proizvodnom funkcijom poslovanja, kao i produktivnošću zaposlenih. Korporativno upravljanje se odnosi na menadžere i rukovodioce koji su primarne vođe preduzeća, a menadžerske uloge mogu se naći u skoro svim područjima preduzeća, kao što su odjeljenje za ljudske resurse, IT ili pravni sektor, izvršni sektor i dr.

Uspjeh bilo koje poslovne organizacije uglavnom zavisi o uspjehu i primjeni korporativnog upravljanja u njemu, budući da se preduzeće tj. korporacija obično odnosi na veliko poslovno preduzeće s mnogim sektorima i odjeljenjima za proizvodnju robe ili usluga do krajnjeg potrošača/korisnika. Ipak, stil upravljanja preduzećem zavisi o tome koliko je preduzeće i koja korporativna kultura prevladava u njemu. Na primjer, javna preduzeća obično imaju izabrani odbor članova koji dalje bira upravljački tim kako bi efektivno i efikasno obavljali različitim funkcijama. To takođe znači da se upravni odbor ne miješa u svakodnevni rad preduzeća i djeluje kao savjetnik izabranog tima menadžera, pa smetnja može izazvati kaos u preduzeću i može ugroziti kako radnu sposobnost menadžmenta, tako i njegove organizacije.

---

<sup>1</sup> Zakon o privrednim društvima, ("Sl. list RCG", br. 6/2002, "Sl. list CG", br. 17/2007, 80/2008, 40/2010 - dr. zakon, 36/2011 i 40/2011 - dr. zakon)

<sup>2</sup> <http://www.businessdictionary.com/definition/corporate-management.html>. Pristup 17/12/2019 u 17:39.

Korporativno upravljanje je često raščlanjeno prema sektorima ili funkcijama koje treba obavljati. Neki od najčešćih korporativnih menadžerskih položaja u preduzeću su predsjednik, potpredsjednik, glavni operativni direktor, glavni izvršni direktor, glavni finansijski službenik i glavni direktor za informacije. Različite rukovodeće pozicije dobijaju subjekti koji moraju upravljati određenim zadacima koji su joj dodijeljeni. Upravljačka struktura preduzeća često se može prikazati grafikonom/*chart*-om koji predstavlja šemu organizacione strukture, tako da zaposleni u preduzeću mogu najbolje biti informisani razumijevajući odnose i poziciju u njemu.

Proces odlučivanja se može podijeliti u dvije vrste i to: 1) centralizovani koji podrazumijeva proces donošenja odluka u kojem odluku donosi samo rukovodstvo najvišeg nivoa, a rukovodstvo nižih nivoa nije uključeno u proces donošenja odluka i 2) decentralizovani, tj. oblik donošenja odluka u kojem uprava nižeg nivoa donosi većinu odluka i ima veću ulogu u cjelokupnom procesu odlučivanja u preduzeću.<sup>3</sup>

Ponekad preduzeća mogu zaposliti neke stručne eksperte koji će definisati stil upravljanja preduzećem. Ovo je važno, pošto ti pojedinci mogu dati bolji uvid u preduzeću i pružiti nepristrastan i objektivan pogled na položaj preduzeća, te ih savjetovati s najprikladnijim načinom upravljanja. U većim razmjerima u novije vrijeme i zbog jake konkurencije koja vlada na tržištu, za preduzeća je važno da ima kvalitetan i efikasan radni stil upravljanja. Efikasno upravljanje preduzećem u nekim segmentima, rezultira efikasnijem upravljanju cijelog preduzeća.<sup>4</sup>

Korporativni menadžment ili “menadžment kooperativnosti” u preduzeću u suštini treba da:

- podstiče slobodan protok informacija unutar preduzeća;
- uspostavlja, podržava i nagrađuje ponašanja na bazi povjerenja i uzajamne pomoći;
- brine o najboljem interesu preduzeća, koji ujedno treba da bude saglasan sa najboljim interesom zaposlenih, kako bi ih podstakao na učestvovanje;
- mobilizaciju ljudskih vještina, procesa, te finansijske i tehnološke resurse kako bi se postigli ciljevi preduzeća.<sup>5</sup>

Kooperativnost svakako podrazumijeva da upravljanje kooperativnošću nije samo korisno s ljudskog i društvenog stajališta, već može biti i ključno sredstvo konkurentnosti za preduzeće i odličan primjer prikaza realnog života i rada, kako su dokazali istraživača i stručnjaci u oblasti menadžmenta svuda u svijetu.<sup>6</sup>

---

<sup>3</sup> Moving Forward – A Guide to Improving Corporate Governance Through Effective Internal Control: A Response to Sarbanes–Oxley, Deloitte & Touche, januar 2003.

<sup>4</sup> <https://www.educba.com/successful-corporate-management/>. Pristup 17/12/2019 u 18:39.

<sup>5</sup> Nakkiran, S.: Cooperative Management: Principles and Techniques: Revised and Updated Fifth Edition, Goodreads, Deep and Deep, New Delhi, 2006., 123-150.

<sup>6</sup> Lendel, V.: Application of Cooperative Management in Enterprises: Management Approach, Problems and Recommendations, University of Žilina, DOI: 10.1007/978-3-319-17347-4\_5, January 2015.

## 1.2 Značaj korporativnog upravljanja

Odgovornost u poslovanju je jedan od najvažnijih faktora koji može značajno pridonijeti postizanju stabilnosti i održivog rasta u globalnom privrednom okruženju preduzeća. Preduzeća bi trebala graditi svoju poziciju na načelima transparentnosti i integriranog pristupa održivim proizvodima i uslugama, a aktivna saradnja svih učesnika doprinosi opštem blagostanju društva i cijele planete.

Odgovorno ponašanje nije jednokratno ili kratkotrajno pitanje, već to mora biti dugoročno konzistentna poslovna filozofija i često uključuje radikalne promjene u razmišljanju vlasnika, menadžera i zaposlenih u preduzeću, koji osim vlastitih korporativnih interesa, potreba i želja kupaca ulaze i u dugoročne interese društva.

Korporativno upravljanje ima za cilj povećati odgovornost preduzeća i izbjeći velike katastrofe prije nego što se iste pojave. Dobro sprovedena korporativna uprava trebala bi biti slična jedinici unutrašnjih poslova kontrole i uprave, uklanjajući probleme ekstremnih vrijednosti.

Razlozi za ukazivanje na potrebi i značaju korporativnog upravljanja se ogledaju u:<sup>7</sup>

- *Promjeni vlasničke strukture* koja nalaže da se vrši pritisak na upravu da bi ona postala efikasnija, transparentnija, odgovornija i sl. Takođe, od uprave se traži da donosi politike prilagođene potrošačima, zaštititi određene društvene grupe i rad na zaštiti okruženja;
- *Važnosti društvene odgovornosti*, obzirom da joj se danas pridaje velika važnost, upravni odbor mora zaštititi prava kupaca, zaposlenih, dioničara, dobavljača, lokalnih zajednica itd. To je moguće samo ako se koristi korporativno upravljanje;
- *Rastući broj prevara*, koje se u posljednjim godinama dešavaju, koruptivna praksa, kao i zlouporaba i neovlašćenost korišćenja javnog novca koje se dešavaju na berzi, u bankama i finansijskim institucijama, preduzećima i vladinim kancelarijama, pa da bi ih izbjegle, kao i finansijske nepravilnosti koje ih prate preduzeća se odlučuju za procese korporativnog upravljanja;
- *Ravnodušnost dioničara*, uopšteno su dioničari neaktivni u upravljanju u preduzećima čije akcije posjeduju, kao i na godišnjoj opštoj skupštini, pa je sve veća potreba za korporativnim upravljanjem, kako bi se zaštitili njihovi interesi;
- *Globalizacija*, obzirom da većina preduzeća danas prodaje robu na svjetskom tržištu postoji konstantna potreba privlačenja stranih investitora i kupaca koji moraju slijediti propise, što potvrđuje značaj potrebe za korporativnim upravljanjem. Bez korporativnog upravljanja nemoguće je ući, preživjeti i uspjeti na globalnom tržištu;
- *Preuzimanja i spajanja* koja danas postoje u svijetu nalažu primjenu korporativnog upravljanja kako bi se zaštitili interesi svih strana tokom preuzimanja i spajanja preduzeća.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> <https://studycafe.in/2018/12/corporate-governance.html>. Pristup 18/12/2019 u 13:00.

<sup>8</sup> Musa, H., Musová, Z., Debnárová, L.: Importance of Corporate Governance in Socially Responsible Behaviour of Enterprises, Open access peer-reviewed chapter, DOI: 10.5772/intechopen.70536, 2017.



## 1.4 Principi korporativnog upravljanja

Izvještaj Cadburyja objavljen u Velikoj Britaniji 1991. godine naglašava da je "korporativno upravljanje sistem kojim se poslovanje usmjerava i kontroliše." Efikasno korporativno upravljanje ključni je faktor u podršci integriteta i efikasnosti preduzeća. Loše korporativno upravljanje može oslabiti potencijal preduzeća i može dovesti do finansijskih poteškoća i u nekim slučajevima može uzrokovati dugoročnu štetu reputaciji preduzeća.<sup>9</sup>

Preduzeće koja primjenjuje osnovne principe dobrog korporativnog upravljanja:<sup>10</sup>

1. poštenje i pravednost;
2. polaganje računa;
3. odgovornost,
4. transparentnost,

i obično će nadmašiti druga preduzeća i moći privući investitore čija podrška može pomoći u finansiranju daljnjeg rasta preduzeća.<sup>11</sup>

1. *Poštenje i pravednost* se podjednako tretiraju. Ovo znači da bi svi dioničari trebali imati jednaku naknadu za sve dioničke udjele. U Velikoj Britaniji ovo je zaštićeno Zakonom o trgovačkim društvima iz 2006. Međutim, neke preduzeća više vole imati dioničarski ugovor, koji može uključivati opsežniju i efikasniju zaštitu manjina.

Pored dioničara, trebao bi se biti pošteno i u postupanju sa svim ostalim učesnicima, uključujući zaposlene, zajednice i javne službenike. Što se entitet čini poštenijim, to je vjerovatnije da može preživjeti pritisak zainteresovanih strana.

2. *Korporativno polaganje računa* se odnosi na obavezu i odgovornost davanja objašnjenja ili razloga postupaka i ponašanja preduzeća i to:
  - Odbor bi trebao predstaviti uravnoteženu i razumljivu procjenu položaja i perspektivu preduzeća;
  - Odbor je odgovoran za utvrđivanje prirode i stepena značajnih rizika koje je spreman preuzeti;
  - Upravni odbor bi trebao održavati sisteme upravljanja s ispravnom procjenom rizika i sa unutrašnjom kontrolom;
  - Odbor bi trebao uspostaviti formalne i transparentne aranžmane za korporativno izvještavanje i upravljanje rizikom, kao i za održavanje odgovarajućeg odnosa s revizorom preduzeća; i

<sup>9</sup> <https://www.pearse-trust.ie/blog/bid/108866/the-core-principles-of-good-corporate-governance>. Pristup 19/12/2019 u 11:40.

<sup>10</sup> <https://www.slvrec.com/content/7-cooperative-principles>. Pristup 17/12/2019 u 12:40.

<sup>11</sup> Fernando, A.C.: Corporate Governance Principles, Policies and Practices, Third edition, Pearson Education Publication, 2009.

- Uprava bi trebala redovno komunicirati sa svim učesnicima, pravednom, uravnoteženom i razumljivom procjenom kako preduzeće postizanja svoje poslovne svrhe.
3. *Odgovornost* podrazumijeva da je upravni odbor je ovlašten je djelovati u ime društva. Stoga bi trebali prihvatiti punu odgovornost za ovlaštenja koja su mu data i za ovlaštenja koje vrši. Upravni odbor odgovoran je za kontrolu vođenja poslova društva, imenovanje izvršnog direktora i kontrolu nad radom preduzeća. Pri tome je potrebno djelovati u najboljem interesu preduzeća. Upravni odbor trebao bi biti odgovoran dioničarima za način na koji je društvo uspostavlja i vrši svoju odgovornost.
  4. Načelo *transparentnosti* se odnosi na činjenicu da efikasno upravljanje podrazumijeva da zainteresovane strane trebaju biti informisane o aktivnostima preduzeća, planovima za budućnost i svim rizicima koji su povezani s njenim poslovnim strategijama.<sup>12</sup>

Transparentnost znači otvorenost i spremnost preduzeća da pruži jasne informacije dioničarima i drugim učesnicima. Na primjer, transparentnost se odnosi na otvorenost i spremnost za objavljivanjem podataka o finansijskom poslovanju koje su istinite i tačne.

Otkrivanje materijalnih pitanja koja se tiču djelovanja i aktivnosti preduzeća treba biti pravovremeno i tačno kako bi se osiguralo da svi ulagači imaju pristup jasnim, činjeničnim informacijama koje tačno, precizno i transparentno odražavaju finansijski, socijalni i položaj preduzeća u okruženju. Preduzeća bi trebala razjasniti i javno saopštiti uloge i odgovornosti odbora i uprave kako bi dioničarima pružili visok nivo odgovornosti. Transparentnost osigurava da dioničari mogu imati povjerenja u procese donošenja odluka i upravljanja preduzećem.<sup>13</sup>

Snažno korporativno upravljanje održava povjerenje ulagača čija podrška može pomoći u finansiranju daljnjeg rasta. Preduzeća koje implementiraju načela dobrog korporativnog upravljanja u radno okruženje u stanju su osiguravati korporativni uspjeh i ekonomski rast i osnova su koja mogu omogućiti rast preduzeća.

Pet zlatnih pravila najbolje prakse korporativnog upravljanja su:<sup>14</sup>

- *Etičnost* ili jasna etička praksa koja se primjenjuje na posao;
- *Usklađivanje poslovnih ciljeva*, obzirom da su odgovarajući ciljevi postignuti stvaranjem odgovarajućeg učestvovanja dioničara u modelu donošenja odluka;
- *Strateško upravljanje*, kao efikasan strateški proces koji uključuje vrijednost dioničara;
- *Dobro struktuirana organizacija*;

<sup>12</sup> Du Plessis, J.J., Hargovan, A., Harris, J.: Principles of Contemporary Corporate Governance, Cambridge University Press, 2018.

<sup>13</sup> <https://www.homeworks.org/content/about-co-ops-and-7-cooperative-principles>. Pristup 13/12/2019 u 16:31.

<sup>14</sup> <https://studycave.in/2018/12/corporate-governance.html>. Pristup 19/12/2019 u 12:40.

- *Izveštavanje* strukturano da omogućuje transparentnost i odgovornost.

## 1.5 Modeli korporativnog upravljanja

U svijetu postoji nekoliko različitih modela korporativnog upravljanja i predstavljaju odraz načina na koji se finansiraju preduzeća i otkriva kontrola koju nameće zakonodavstvo ili spoljašnji regulator. Vlade su stvorile različite pristupe za regulisanje preduzeća i korporacija u znak protesta protiv imovine, zarad mogućnosti i ugleda preduzeća.<sup>15</sup>

Danas vladaju dva krajnja stajališta u pogledu sistema korporativnog upravljanja.<sup>16</sup>

Nova neoklasicistička škola smatra dioničare/akcionare jedinom grupom koja upravlja preduzećem. Škola društvene odgovornosti preduzeća zahtijeva gledanje izvan klasičnog koncepta bogatstva dioničara sugerirajući pristup stak tj. interes eholdera. Mnogi se autori radije bave takozvanim *outside*-rskim (unutrašnjim) koji prevladava u SAD-a i Velikoj Britaniji i *insider*-skim (unutrašnjim) sistemom korporativnog upravljanja koji prevladava u Njemačkoj i Japanu i drugim državama kontinentalne Evrope.<sup>17</sup>

Rasprostranjeno vlasništvo i likvidno tržište kapitala kao i snažna pravna zaštita ulagača važna su pretpostavka outsider-skog sistema korporativnog upravljanja. Čvrsta zakonska zaštita povjerenika, visoko koncentrisano vlasništvo i relativno nelikvidna tržišta kapitala, kao i pogodovanje pristupu stakeholdera, čini se da je osnovna pretpostavka insiderskog sistema.<sup>18</sup>

### 1.5.1 Anglo-saksonski (angloamerički) model

Anglo-saksonski model bazira se na korporativnim ciljevima koje su postavili vlasnici preduzeća i u njemu su dioničari primarni učesnici kojima je preduzeće odgovorno, a unutrašnji efekat i spoljašnja odgovornost usmjereni su ka ostvarenju ciljeva preduzeća. Uz sve veće strano vlasništvo i globalnu konkurenciju, usporen je trend usvajanja anglo-američkog pristupa upravljanju. Anglo-saksonski model upravljanja karakteriše rašireno vlasništvo u kapitalu i vrlo veliki stres koji se ogleda u finansijskim ciljevima preduzeća. Tipično preduzeće u kojem se sprovodi ovaj model korporativnog upravljanja predstavlja veliki broj dioničara sa tzv. „*outside*“ načinom djelovanja.

Anglo-američki model upravljanja razvio se iz klasičnog ekonomskog postulata: poslovi upravljanja obavljaju vlasnici ili njihovi predstavnici. Funkcija upravljanja ima svu snagu u preduzeću, a osnovna poslovna svrha preduzeća je stvaranje dobiti i u njima su vlasnici jedini koji rizikuju. Dobit koju ostvaruje preduzeće pripada vlasnicima preduzeća, pa ostalim subjektima (nakon što je plaćen porez na dobit). Dionice drugih preduzeća ne nose

<sup>15</sup> EWMI/PFS Program / Lectures on Corporate Governance - Three Models of Corporate Governance – December2005.doc, 2005.

<sup>16</sup> Kuznetsov, A., Kuznetsov, O.: Corporate Governance: Does the Concept Work in Transition Countries?, Journal of East European Management Studies, Vol. 8, No. 3, 2003., 244-262.

<sup>17</sup> Gregorič, A., Prašnikar, J., Ribnikar, I.: Corporate Governance in Transitional Economies: The Case of Slovenia, Economic and Business Review, Vol. 2, No. 3, Ljubljana, 2000., 183-207.

<sup>18</sup> Pučko, D.: Corporate governance in european transition economies: emerging models, management, Vol. 10, 1, 2005, 1-21.

rizik gubitka, pa im se to isplaćuje u skladu s njihovim proizvodnim doprinosima. Njihove usluge se plaćaju u skladu s njihovim ugovorom. Samo vlasnici (i nema drugih stakeholdera) mogu učestvovati u podjeli dobiti. Vlasnici su jedina grupa preostalih potražioca.<sup>19</sup>

Model spoljašnjeg upravljanja izmijenjen je tokom 20. vijeka. U posljednjih nekoliko desetljeća transformisano je u korporacijama i preduzećima s raspršenim vlasništvom u model u kojem su funkcije upravljanja i upravljanja gotovo integrisane. Upravni odbori preuzeli su neprimjeren udio u odlučivanju i prestali su biti odgovorni vlasnicima preduzeća. Ova transformacija omogućila je deformacije, koje su opisane kao kriza korporativnog upravljanja. Nova neoklasicistička škola traži lijek pokušajem vraćanja ka korporativnim osnovama i upravnim odborima sa odgovarajućim interesom dioničara.<sup>20</sup>

Model upravljanja insider-ima prilično je nepraktičan kao teorijski model, jer stakeholderi nisu homogena grupa i imaju nejasne ciljeve. Stoga je nemoguće definisati poseban kriterijum za poslovno odlučivanje na takvoj osnovi. Svakako tako, unutrašnji model ne može predstavljati zamjenu za spoljašnji model.<sup>21</sup>

### 1.5.2 Kontinentalni (Franco-v njemački) model

U kontinentalnom modelu preduzeće se posmatra kao kolektivni subjekt koji ima odgovornosti i dužnosti prema ključnim učesnika, a dioničari se smatraju samo jednom grupom takvih učesnika. Primjenjuje se na Njemačku i ostalim kontinentalnim zemljama. Predstavlja dobro razvijenu berzu, snažnu zaštitu ulagača, zahtjeve za objavljivanjem, aktiviranje dioničara i preuzimanje, ali mogu trpjeti kratkoročno i menadžeri i ulagači. Model „*Rhinelanda*“ karakteriše značajan udio matičnog preduzeća, dok spoljašnji dioničari predstavljaju manji dio kapitala. Ovaj se model više bazira na „*društveno korektnoj*“ tržišnoj ekonomiji. U stvari, pojedinačna preduzeća unutar određene grupe preduzeća mogu se posmatrati kao „*unutarnje tržište*“, kako u pogledu finansijskih, tako i drugih resursa, poput rada i intelektualnog vlasništva. Stoga je između subjekata naglašena saradnja. Dioničari u ovom sistemu obično su stabilni partneri i relativno dugoročniji ulagači u uporedbi s anglo-saksonskim modelom.<sup>22</sup>

Kontinentalni evropski (insiderski) model sklon je građenju na pretpostavci da bi njegove interesne grupe trebale upravljati preduzećem, tj. od strane stakeholdera. Može se definisati društvena odgovornost odgovarajućeg preduzeća, a vlasnici više nisu jedini preduzetnici i ulagači u preduzeću, već zbog raširenog vlasništva, oni se ne rizikuju više od drugih stakeholdera. Zaposleni ulažu u uslovima razvijajućeg društva znanja i rade na razvijanju specifičnih znanja ili vještina, što od njih zahtijeva da preuzmu značajan rizik koji im omogućuje da učestvuju u upravljanju svojim preduzećima.

Postojeća tendencija povećanja varijabilne komponente plata zaposlenih, se ogleda u zahtjevima za podjelom rizika između vlasnika i zaposlenih, dok se generalno preduzeća

---

<sup>19</sup> Pučko, D.: Corporate governance in European transition economies: emerging models, management, Vol. 10, 1, 2005, 1-21.

<sup>20</sup> Mac Avoy, W. P., Millstein, M. I.: The Recurring Crisis in Corporate Governance, Palgrave Macmillan, New York, 2003.,2.

<sup>21</sup> Pučko, D.: Corporate governance in European transition economies: emerging models, management, Vol. 10, 1, 2005, 1-21.

<sup>22</sup> Machiraju, H.R.: Corporate Governance, Second edition, Himalaya Publishing House, 2007.

posmatraju kao glavni akteri odgovorni za ugrožavanje i uništavanje okruženja. Ova činjenica zahtijeva da lokalne zajednice imaju svoje mišljenje u upravljanju preduzeća, i pri tome vlade zemalja danas imaju istaknutu ekonomsku ulogu i odgovornost za dobrobit svojih građana. Vladina intervencija u sistemu upravljanja se ogleda u prilično detaljnim zakonskim propisima koja omogućava da vlade zemalja budu jedan od važnih korporativnih stakeholdera.<sup>23</sup>

Vlade radikalno intervišu, ne samo u ponašanju preduzeća u pogledu zaštite okruženja, već i u praksi podjele dobiti, pa tako zakonski propisi određuju udio u dobiti preduzeća koji pripada vlasnicima. Raspodjela dobiti vlasnicima detaljno je regulisana i ograničena zahtjevima koji se odnose na stvaranje rezervi preduzeća (zakonski zahtijevani, statutarni, drugi). Vladina intervencija u raspodjelu dobiti argumentovana je potrebom za zaštitom dužnika i drugih interesnih grupa, uključujući i zaposlene u njima.<sup>24</sup>

### 1.5.3 Japanski model

Japanski model posmatra da se industrijska struktura bazira na mreži preduzeća dobavljača i kupaca tzv. "*Keiretsu*". Keiretsu su poznati po širokom učešću između članova preduzeća i njihovih glavnih banaka. Preduzeća u ovom modelu imaju dugoročan i stabilan odnos između članova preduzeća, kao i sa banaka koje ih finansiraju, iako može zavisiti od dogovora i favorizovati otvaranje menadžera.<sup>25</sup>

Iz perspektive japanske definicije korporativno upravljanje se bavi kodeksom i ponašanjem upravnog odbora koji su izabrani u ime investitora. Direktori su ovlašćeni upravljati preduzećem, te nadzirati i kontrolisati upravljanje kako bi se omogućila efikasna zaštita prava ulagača. Glavni administrator u preduzeću osigurava da se u preduzeću uvijek nastoji maksimalno povećati korporativna vrijednost za dioničare, te da preduzeće bude spremno i odgovorno za postupke prema svim učesnicima.<sup>26</sup>

### 1.5.4 Model preduzeća u vlasništvu porodice

Model preduzeća u vlasništvu porodice je model korporativnog upravljanja koji predstavlja preduzeće kojom upravljaju članovi porodice, koji uglavnom dominiraju na azijskom i tržištu Latinske Amerike, u kojima je uobičajeno da mali broj moćnih porodica kontroliše većinu javnih preduzeća. U ovom modelu se primjenjuje finansijska transparentnost koji dominira u okviru korporativnog upravljanja prema anglo-američkom modelu, koji je vrlo težak za prihvatanje i za djelovanje u okviru porodičnih preduzeća, obzirom da je izlaganje

---

<sup>23</sup> Pučko, D.: Corporate governance in european transition economies: emerging models, management, Vol. 10, 1, 2005, 1-21.

<sup>24</sup> Slapničar, S.: Analiziranje dejavnikov za oblikovanje in razdelitev bilančnega dobička, in Analiziranje kot eno od informacijskih orodij ukrepanja (poslovnih) ravnateljev, 9<sup>th</sup> Symposium on Contemporary Issues of Business Performance and Organisational Analysis, Zveza ekonomistov Slovenije, Portorož, September 24 - 26, 2003., 69-87.

<sup>25</sup> Satheesh, K.: Corporate Governance, Oxford Higher Education Publication, 2nd Edition, 172, 448. 2010.

<sup>26</sup> Fernando, A.C.: Corporate Governance Principles, Policies and Practices, Third edition, Pearson Education Publication, 2009.

poslovnih finansija i strategija drugim subjektima, u ovom modelu najviše koristi konkurentima i regulatorima.<sup>27</sup>

## 1.6 Uloga i pravila korporativnog upravljanja

Za uspješnu integraciju i efikasno upravljanje održivosti u preduzeću potrebno je predano vodstvo, jasan smjer i strateški uticaj, iako ni jedan od ovih uslova neće biti ostvaren ako ne postoji snažna upravljačka struktura. Upravljanje održivošću pomaže preduzeću da implementira strategiju održivosti u cijelom poslu, upravlja postupcima postavljanja ciljeva i izvještavanjem, te ojača odnose s spoljašnjim učesnicima i osigura opštu odgovornost.

Kako i gdje se održivost uklapa u cjelokupnu korporativnu strukturu otkriva smjer i prioritete preduzeća, iako je važno imati na umu da ne postoji struktura „kalupa“ koja se uvijek može primijeniti, već svako preduzeće mora prilagođavati svoj pristup onim elementima koji imaju najviše smisla u određenom momentu, obzirom na poslovni model, strukturu, resurse i nivo integracije održivosti u preduzeću.

Ipak, postoje četiri osnovna razloga koja treba imati na umu prilikom izgradnje efikasnih upravljačkih struktura i modela korporativnog upravljanja:<sup>28</sup>

1. *Predanost* koja počinje na vrhu preduzeća podrazumijeva izvještavanje izvršnog direktora ili drugog ključnog rukovodstva koje pokazuje s koliko oubilnosti preduzeće posmatra na aspekt održivosti;
2. *Odgovornost* koja se uspostavlja i jasno saopštava pomaže da se održivost integriše s drugim poslovnim ciljevima preduzeća i ima jasan efekat na zaposlene, a posebno u postupcima nadoknade;
3. *Usklađivanje* između strukture i poslovanja često postaje imperativ kojim se postojeći model usklađuje sa organizacionom strukturom i nadopunjuje ih postajući boljim od konkurencije;
4. *Fleksibilnost* može unaprijediti program održivosti prilagođavanjem i nadogradnjom u svim poslovnim jedinicama i regijama poslovanja preduzeća osiguravajući važnost programa održivosti za sopstvenu strategiju poslovne jedinice ili lokalne uslove u regiji, omogućujući tako porast želje za angažmanom zaposlenih.

## 2 MEHANIZMI KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA

Prelaz iz pojedinačnog vlasništva u kolektivno vlasništvo ima za posljedicu razdvajanje funkcija vlasništva i odlučivanja. Ovo razdvajanje, u kontekstu asimetrije informacija, dovodi do oportunističkog ponašanja rukovodioca.

---

<sup>27</sup> EWMI/PFS Program / Lectures on Corporate Governance - Three Models of Corporate Governance – December2005.doc, 2005.

<sup>28</sup> Eapen, S.: 4 rules for effective corporate governance, October 21, 2017. <https://www.greenbiz.com/article/4-rules-effective-corporate-governance>

Vrste sukoba između menadžera i učesnika u preduzeću mogu biti:

1. agencijski;
2. kognitivni; i
3. bihevioralni.

1. Disocijacija funkcija između menadžera i dioničara narušava nesmetano funkcionisanje društva. U racionalnom okruženju, svaka grupa nastoji maksimizovati sopstveni profit na štetu druge, što izaziva sukobe između dioničara i menadžera. Ipak, nekoliko je faktora pomoglo je menadžerima da povećaju sopstveni profit. Posebno su interesantni problemi asimetričnosti informacija, obzirom da su menadžeri obično više informisani od dioničara o prirodi posla. Na ovoj nivou treba okončati pitanje oportunitizma.

Oportunitizam menadžera ostvaruje se upravljanjem privatnim podacima i upravljanjem njihovom reputacijom izborom projekata koji u kratkom roku stvaraju maksimalnu likvidnost. Menadžeri takođe mogu iskoristiti nedostatak transparentnosti za saopštavanje samo informacija koje služe njihovim interesima. Koristeći ovu strategiju, menadžeri štite svoje mjesto od konkurencije na tržištu rada menadžera. U tom kontekstu, predlaže se model u kojem menadžeri povećavaju ulaganja preduzeća kako bi povećali asimetriju informacija.<sup>29</sup> Slično, se utvrđuje da menadžeri angažuju preduzeće u brojnim akvizicijama kako bi povećali lične koristi, čak i ako posljedice tih sticanja mogu naštetiti vrijednosti preduzeća.<sup>30</sup>

2. Menadžeri, direktori i većinski dioničari mogu predlagati ili protiviti se ocjeni održivosti i uspješnosti projekata, na bazi istih podataka, jer imaju različite kognitivne modele. U tom kontekstu, razlikuju se teorije utemeljene na "znanju" (kognitivne teorije) koje smatraju da su preduzeća direktoriji znanja, bazirani na takvim informacijama. Pojam znanja je subjektivan, što proizlazi iz interpretacije informacija od strane pojedinaca i njihovih potencijalnih kognitivnih modela.<sup>31</sup>

Argumenti koji su doveli do pojave kognitivne teorije su:<sup>32</sup>

- Orijentacija aktivnosti zavisi o posebnoj viziji menadžera;
- Stvaranje znanja baza je svih inovacija i mogućnosti ulaganja;
- Koordinacija u proizvodnim aktivnostima uključuje prenos znanja. Glavni problemi koordinacije nastaju zbog kognitivnih sukoba, jer ljudi ne dijele isto gledište;

---

<sup>29</sup> Stiglitz, J.E., Edlin A.S.: Discouraging rivals, managerial rent seeking and economic insufficiencies. NBER Working Paper, No. 4145, 1992.

<sup>30</sup> Morck, R., Schleifer, A., Vishny R.W.: Do managerial objectives drive bad acquisitions? Journal of Finance, n°45, 1990., 31- 48.

<sup>31</sup> Fransman, M.: Information, Knowledge, Vision and Theories of the Firm. in G. Dosi, D.J. Teece et J. Chitry, Technology, Organization and Competitiveness– Perspectives on Industrial and Corporate Change, Oxford University Press, 1998., 147- 191.

<sup>32</sup> Charreaux, G.: A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise. Finance Contrôle Stratégie, Vol 5, N° 3, September 2002., 5-68.

- Preduzeće djeluje ne samo na smanjenju sukoba interesa, već i na smanjenju kognitivnih sukoba ili etičkih i vrijednosti.
3. Neki autori predlažu korištenje paradigme ponašanja kako bi konstruirali zadovoljavajuću alternativnu teoriju. Da bi dobro shvatio stvarnost ljudskog ponašanja, definiše se da finansijsko ponašanje kao komponentno ekonomsko, ima za cilj razumjeti više finansijskih odluka. Potrebno je zaštititi pojedince od pristranosti ponašanja koja ih pogađaju, kao što su pretjerano samopouzdanje, averzija prema gubicima i žaljenje, optimizam i sl., koji se često pripisuju menadžerima.<sup>33</sup>

U tom kontekstu, pristranosti su u ponašanju dodatni izvor troškova agencije. "Bihevioralna" pristranost obično se definiše s obzirom na standardno "idealno" ponašanje koje odgovara savršenoj racionalnosti.<sup>34</sup> Ali pojedinci nisu uvijek savršeno racionalni. Pristranosti u ponašanju su u tom kontekstu poseban izvor neefikasnosti koji se mora otkloniti.<sup>35</sup>

Moraju se jasno razlikovati neefikasnosti ponašanja, od faktora povezanih s asimetrijom informacija. U tradicionalnoj perspektivi, pristranosti ponašanja mogu se objasniti faktorima povezanim s okruženjem odluke. Na primjer, učesnici su ili nedovoljno informisani o rizicima, ili smatraju da sankcije nisu dovoljne. Cilj akcije je popunjavanje nedostataka u informacijama ili izricanje snažnih sankcija. Perspektiva ponašanja nudi još jedno objašnjenje: Ako učesnici ne poštuju stroga pravila, oni su "samopouzdaniji" u svojim sposobnostima donošenja odluka.<sup>36</sup>

Nakon opisa tri osnovna izvora sukoba, koncept korporativnog upravljanja preduzeća moguće je definisati koncepte i mehanizme korporativnog upravljanja, koji mogu biti: interni (unutrašnji) i eksterni (spoljašnji).<sup>37,38</sup>

Tokom 90.tih godina prošlog vijeka, ekspanizijom tržišta kapitala, kao i procesima globalizacije, te povećanjem broja preduzeća na tržištu berze rasla je i potreba za efikasnijim mehanizmima korporativne kontrole. Svakako, korišćenje internih i eksternih mehanizama zavisi od zemlje i načina funkcionisanja ekonomije, tj. primjenjenog modela korporativnog upravljanja, tj. da li je korporativno upravljanje tržišno orjentisano ili usmjereno na zaštitu velikih akcionara. Tržišno orjentisani sistem problema korporativnog upravljanja teži uspostaviti sistem tržišne kontrole korporativnog upravljanja, dok su sistemi kod kojeg je korporativno upravljanje orjentisano na velike akcionare teži primjeni kontrole uz pomoć institucionalnih investitora, pri čemu je institucionalni tj. regulatorni i pravni okvir korporativnog upravljanja igra jednaku ulogu. Ipak, svaki od ovih sistema pokazuje izvjesna ograničenja u rješavanju mana

<sup>33</sup> Rabin, M.: A Perspective on psychology and economics. *European Economic Review*, vol. 46, 2002., 657-685.

<sup>34</sup> Albouy, M., Charreaux, G.: La Finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant ?, *Revue française de gestion* 2005/4, n° 157, 2005., 139-143.

<sup>35</sup> Charreaux, G.: Pour une gouvernance d'entreprise comportementale. Une réflexion exploratoire.... *Revue française de gestion* 2005 /4, n157, 2005., 215-238.

<sup>36</sup> Ulen, T.: The Growing Pains of Behavioral Law and Economics. *The Growing Pains of Behavioral Law and Economics, Vanderbilt Law Review*, vol. 51, 1998., 1747-1763.

<sup>37</sup> Triki Damak, S.: The corporate governance mechanisms: evidence from Tunisian banks, *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, www.iosrjournals.org, ISSN: 2278-487X, p-ISSN: 2319-7668. Volume 9, Issue 6, Mar. - Apr. 2013., 61-68.

<sup>38</sup> Savović, S.: Koncentracija vlasništva kao interni mehanizam korporativne kontrole *Časopis "Ekonomske teme"*, XLVI, br. 3, 2008., str. 165-179.



korporativnog upravljanja.<sup>39</sup>

Kako se korporativno upravljanje definiše kao sistem za kontrolu mogućih šema za dodjelu informacija različitim učesnicima u preduzeću,<sup>40</sup> te kao skup mehanizama koji ocrtavaju ovlaštenja, utiču na odluke menadžmenta, „upravljaju“ ponašanjem i ograničavaju diskrecioni prostor menadžera,<sup>41</sup> važno je razumijeti uloge ključnih rukovodioca, načine donošenja odluka i širinu ili ulogu upravljačkog sistema, poput usklađivanja sposobnosti iskorišćavanja mogućnosti rasta,<sup>42</sup> obzirom da sistem korporativnog upravljanja obuhvata sve mehanizme dizajnirane za kontrolu menadžera i smanjenje sukoba interesa između njih, a u cilju ostvarivanja potencijala za stvaranje vrijednosti preduzeća. Mehanizmi kontrole uključuju: upravne i revizione odbore, revizore, vlasničku strukturu, međusobno praćenje i nadzorni odbor.

#### (a) Upravni odbor

Upravni odbor jedan je od mehanizama kontrole o kojem se najviše raspravljalo u istraživanju korporativnog upravljanja, a pitanje njegove korisnosti bilo je mnogo rasprava u posljednjem desetljeću.<sup>43</sup>

Upravni odbor, koji zastupa interese dioničara, pojavljuje se kao preferirani mehanizam odgovoran za kontrolu službenika čija je funkcija ključna u pogledu minimiziranja troškova koji proizlaze iz odvajanja vlasništva i kontrole u modernim preduzećima. Upravni odbor kontroliše poslove preduzeća kako bi postigao sljedeće ciljeve:

- provjeru finansijske pouzdanosti;
- provjeru usklađenosti sa zakonima i drugim propisima.

#### (b) Odbori

Odbori su podružnica upravnom odboru. Oni obavljaju određene funkcije ili one koje je delegirao odbor.

Prema zakonu, odbori su ili obavezni ili preporučeni, a u nekim su slučajevima potrebne za preduzeća koja su dobro definisana u nekom sektoru. Broj i struktura odbora različiti su od zemlje do zemlje u zavisnosti od usklađenosti zakona i drugih propisa.

Odbori koji se najčešće javljaju su: revizioni odbor; odbor za nagrađivanje i dr.

#### (c) Revizor

Revizor predstavlja mehanizam za kontrolu uprave i način za smanjenje diskrecione širine. Cilj revizora je pružiti dioničarima razvijenije i relevantnije informacije.

---

<sup>39</sup> Savović, S.: Koncentracija vlasništva kao interni mehanizam korporativne kontrole Časopis "Ekonomске teme", XLVI, br. 3, 2008., str. 165-179.

<sup>40</sup> Aoki, M.: Information Corporate Governance and Institutional Diversity: competitiveness in Japan, the USA, and the transitional economies, NEWYORK: Oxford University Press, 2000.

<sup>41</sup> Charreaux, G.: Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. Revue du Financier, 127, 2000., 6-17.

<sup>42</sup> Zingales, L.: In Search of New Foundations. The journal of finance. Vol. LV, N°. 4, avgust 2000., 1623-1653.

<sup>43</sup> Charreaux, G.: Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. Revue du Financier, 127, 2000., 6-17.

Funkcija interne revizije igra presudnu ulogu u tekućem održavanju i procjeni unutrašnjih kontrola, sistema upravljanja i upravljanja rizikom banke i sistema upravljanja - područja u kojima nadzorna tijela imaju veliki interes.<sup>44</sup>

Unutrašnji revizori i supervizori koriste pristupi baziran na riziku da bi odlučili o sopstvenim radnim planovima i radnjama.

(d) Strukturna imovina: sredstvo za kontrolu odnosa između dioničara i menadžera

Vlasnička struktura je efikasno sredstvo kontrole izvršnih rukovodioca, a podrazumijeva poznavanje koncentracije kapitala i prirodu dioničara, i osnova je za efikasan sistem praćenja, podsticajni kontrolor za obavljanje funkcija, i kontrolu troškova.

Najvažnije dvije komponente vlasničke strukture se ogledaju u: koncentraciji kapitala i prirodi dioničara od kojih zavisi uspješnost rada preduzeća.<sup>45</sup>

U nizu elemenata koji doprinose aktuelnosti korporacionog upravljanja značajno mjesto pripada procesu privatizacije, a time i mogućnostima za unapređenje poslovanja i odlučivanja u privatizovanim preduzećima.

Faktori integracije, spajanja, pripajanja i preuzimanja preduzeća tokom osamdesetih godina prošlog vijeka u Americi i devedesetih godina prošlog vijeka u Evropi, kao i globalne internacionalne i interkontinentalne integracije krajem dvadesetog vijeka, su pokazale da su mnoge kompanije stagnirale, odnosno neefikasno vođene, postajući plijenom neprijateljskih preuzimanja. Iz tog razloga, upravljanje preduzećima je u mnogome uticalo na povećanje značaja institucionalnih investitora, a naročito penzionih fondova. Jedan od važnijih elemenata, posebno u Evropi je bila globalizacija finansijskog tržišta kapitala uključujući i njegovu deregulaciju. Čitav niz skandala i kriza (u Aziji 1997. godine, u Rusiji 1998. godine, skandali i bankroti u SAD 2001. i 2002. godine) nesumnjivo su bili rezultati manjkavosti dotadašnjeg sistema korporativnog upravljanja. Današnje unapređenje korporativnog upravljanja treba doprinostiti podizanju stepena tržišnog privređivanja, povećanje ekonomske efikasnosti uvažavajući pravno okruženje, vlasništvo i druge strukturne razlike, tradiciju zemlje i njen kulturni ambijent, i sl.

## 2.1 Interni mehanizami

Najvažniji unutrašnji, tj. interni mehanizmi ili sredstva u preduzeću koja mogu podstaknuti menadžere na maksimizaciju rezultata i vrijednosti preduzeća sa razvijenom tržišnom ekonomijom su:<sup>46</sup>

- odvajanje menadžmenta preduzeća od njegovog vlasništva;
- profesionalizacija menadžerskih funkcija i drugih menadžerskih organa;

---

<sup>44</sup> Baselski odbor za bankarski nadzor, 2012.

<sup>45</sup> Mtanios, R., Paquerot, M.: Structure de propriété et sous performance des firmes: une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché. Finance Contrôle Stratégie, Volume 2, N°4, 1999., 157-179.

<sup>46</sup> Mihailović, M.: Odnos menadžmenta preduzeća i korporativnog upravljanja, Pregledni rad UDK: <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/2217-401X/2016/2217-401X1601004M.pdf>. Pristup 22/12/2019 u 15:00.

- postavljanje menadžerskih standarda i normi učinaka;
- mjerenje i ocjenjivanje uspješnosti menadžera;
- nagrađivanje uspješnih i kažnjavanje neuspješnih menadžera;
- zaključivanje profesionalnih menadžerskih ugovora;
- koncentracija vlasništva;
- nadzorni organi dioničara;
- odnos između interesno-uticajnih grupa;
- finansijska transparentnost i odgovarajuće objavljivanje relevantnih i važnih informacija.

### 2.1.1 Odvajanje menadžmenta od vlasništva

Korporativno posjedovanje tj. vlasništvo (engl. *governance*) se razlikuje od korporativnog menadžmenta (engl. *management*) po tome što se posjedovanje prvenstveno odnosi na zaštitu poslovanja, dok se upravljanje više odnosi na njegovo razvijanje. Vlasništvo se odnosi na uspostavljanje politike i postupaka za osiguranje poslovanja u skladu sa zakonom i za optimalnu korist svih stakeholders-a. Menadžment, sa druge strane, se odnosi na na tehnike koje rukovodioci koriste kako bi pomogli kompaniji da djeluje i procvjeta.<sup>47</sup>

*Governance*: dolazi od engleske riječi "govern", što znači kontrolisati akcije grupe za dobrobit cjeline. U poslovnom se svijetu to odnosi na politike koje posebno ograničavaju ili usmjeravaju kako ljudi mogu djelovati. Na primjer, politike upravljanja mogu uključivati zabranu upravnom odboru da dodjeljuje ugovore članovima društava ili preduzećima članova porodice. Preduzeće bi moglo zatražiti od svog računovodstvenog sektora da ima dva potpisa na bilo kojem čeku koji napiše da umanju prijetnju prevaram.

*Upravljanje*: Menadžment se odnosi na aktivnosti koje preduzeće vodi u pozitivnom smjeru. Primjeri upravljanja uključuju utvrđivanje proračuna, davanje uputstava članovima osoblja i izradu strateških planova o marketingu ili razvoju proizvoda. Korporacije obično imaju upravljačke timove nakon što preduzeće postane preveliko za osnivača ili jednog pojedinca koji bi nadgledao cjelokupno poslovanje. Članovi rukovodstva uključuju uloge: šef odjeljenja, direktor, potpredsjednik i menadžer, izvršni direktor, glavni operativni službenik i glavni finansijski službenik.<sup>48</sup>

*Zajedničke aktivnosti vlasništva*: Preduzeća imaju koristi od pisanih politika i postupaka koji omogućuju menadžmentu izbjegavanje određenih sukoba interesa i prevarnih aktivnosti prije nego što se iste dogode, tj. otkrivanje kada se iste dese. Mnoge se politike upravljanja odnose na finansijske aktivnosti, postavljanje postupaka za prikupljanje i

<sup>47</sup> <https://smallbusiness.chron.com/difference-between-corporate-governance-corporate-management-61799.html>. Pristup 18/12/2019 u 17:25.

<sup>48</sup> Mtanos, R., Paquerot, M.: Structure de propriété et sous performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché. Finance Contrôle Stratégie, Volume 2, N°4, 1999., 157-179.

odjeljivanje ugovora, računovodstvenu praksu i raspodjelu dobiti. U skladu sa državnim i saveznim smjernicama postavljaju se stroga pravila za upravljanje i rad ljudskih resursa. U slučajevima kada npr. preduzeće postane javno, korporativno upravljanje se širi i uključuje praćenje i slijed pravila kojima se osigurava transparentnost u interesu dioničara. Za razliku od politika preduzeća koje upravljaju ponašanjem pojedinih zaposlenih, kao što su *dress code* (kod oblačenja) ili postupci žalbe, politike korporativnog upravljanja uglavnom se odnose na poslovanje preduzeća.

*Zajedničke upravljačke aktivnosti:* Aktivnosti menadžmenta pomažu poslovanju, a uputstva glavnih rukovodioca usmjeravaju aktivnosti članova. Preduzeća stvaraju planove za razvoj preduzeća, definišu cijene, promociju i distribuciju proizvoda/usluga, postavljaju sisteme za nadgledanje njihovih planova i pregledanje i procjenu njihovih projekcija i performansi, obavljaju obuku zaposlenih kako bi im pomogli da efikasnije i bolje obavljaju aktivnosti u preduzeću, a analizom ovih elemenata pomaže se menadžmentu da utvrde potrebu promjena prakse preduzeća, vođenje ugovorenih poslova, postavljanje novih ciljeva, modifikaciju marketinškog miksa i nadzora finansijskih efekata i sl.<sup>49</sup>

Uporedbom nacionalnih pravnih sistema u Evropskoj uniji<sup>50</sup> trebali bi se temeljiti na zajedničkom referentnom okviru. Međutim, svaki sistem korporativnog upravljanja bazira se na tri grupe ovlašćenja, definisane na sljedeći način.<sup>51</sup>

- moći suverenog vlasništva, koje imaju dioničari;
- izvršna vlast, koja definiše strategiju i sprovodi operativne odluke koje vode preduzeće. To sprovodi uprava, kao izraz koji se može odnositi na jednu ili više fizičkih osoba uloženi u izvršnu vlast, ili na tijela čija uloga i članstvo varira u skladu s nacionalnim pravom trgovačkih društava svake države članice;
- nadzorna/kontrolna moć koja osigurava da je izvršavanje izvršne vlasti kompatibilno s korporativnom dobrobiti, postojanošću preduzeća i njenim održivim radom. To se provodi u tijelima čija se uloga i članstvo razlikuje u skladu s nacionalnim pravom trgovačkih društava svake države članice.

Unatoč razlikama, tri glavna sistema organizacije preduzeća mogu se identifikovati na nivou Evropske unije.

U okviru Evropske unije postoje tri glavna sistema organizacije preduzeća:

- jednostruki sistem u kojem se sve ili dio izvršne vlasti može sprovoditi u nadzornom tijelu;
- dvoslojni sistem koji stvara strogu razliku i razdvajanje između izvršne vlasti i nadzorne vlasti koji se provode u različitim tijelima;
- mješoviti sistem, koji preduzećima nudi izbor između ova dva sistema, a postoje i „hibridni“ sistemi koji teže pojednostavljenom obliku upravljanja u preduzeću koja ne kotiraju na berzi.

<sup>49</sup> <https://smallbusiness.chron.com/difference-between-corporate-governance-corporate-management-61799.html>. Pristup 18/12/2019 u 17:25.

<sup>50</sup> European Parliament: Relation between company supervisory and the management, Study, 2012.

<sup>51</sup> Portier, Ph.: Gouvernance d'entreprise et relations actionnaires- dirigeants: vers de nouveaux paradigmes?, Études à la mémoire de F.-C. Jeantet, LexisNexis, 2010.

Način organizovanja nadzorne moći zavisi o načinu upravljanja. Nadzornu moć vrši ili unutrašnje korporativno tijelo posvećeno samo nadzoru (nadzorni odbor u dvoslojnom sistemu, upravni odbor u jednoslojnom sistemu ili ad-hoc tijelo stvoreno u društvu) ili korporativno tijelo koje takođe obavlja i druge dužnosti (upravni odbor, dioničari, predsjednik u pojednostavljenom obliku) ili tijelo izvan društva (spoljašnji revizori).

Nadzorno tijelo vrši svoju moć u odnosu na dvije druge ovlašćenja i stupove upravljanja:

1. upravu (upravlačko tijelo ili jedini direktor, predsjednik upravnog odbora, generalni direktor, s mogućnošću spajanja dviju pozicija ili odvojeno, zavisno o konkretnom slučaju) i
2. dioničari (skupština dioničara ili jedini dioničar, zavisno o slučaju).<sup>52</sup>

Osnovna pretpostavka sistema korporativnog upravljanja podrazumijeva odvajanje menadžmenta od vlasništva, koja je opšta pojava u privrednim sistemima razvijenih država, obzirom da se i vrši u korporativnim, ali i drugim poslovnim sistemima. Razdvajanjem vlasništva i kontrole stvara potrebu za korporativnim upravljanjem, koji podrazumijeva mehanizme za obezbijeđenje procesa donošenja efektivnih odluka i maksimizaciju vrijednosti preduzeća.

Najvažniji razlozi odvajanja vlasništva od menadžmenta preduzeća se ogledaju u činjenici da:

- vlasnici preduzeća mogu biti mnogobrojna lica, i onda je vrlo neefikasno da tako veliki broj lica koristi istovremeno zakonsko pravo da učestvuje u menadžmentu preduzeća;
- vlasnici preduzeća, koji mogu biti fizičko i pravno lice posjeduje akcije preduzeća.

Vlasnici u poslovnim sistemima tj. u većim preduzećima uglavnom ne obavljaju menadžersku funkciju, ne vode poslovanje i upravljanje preduzećem, a takođe nisu odgovorni za rezultat i uspješnost preduzeća. U ime i za račun vlasnika, poslovanje preduzeća obavljaju unajmljena stručna lica tj. menadžeri.

Obzirom da su akcije u akcionarskom društvu, predmet kupovine i prodaje, predstavlja da vlasništvo u preduzeću postaje kupovinom, ili se gubi prodajom akcija, a ovo znači da nije vlasništvo nad preduzećem nije trajno i postoji do momenta do kojeg vlasnici posjeduju akcije preduzeća.<sup>53</sup>

Prodajom akcija prestaje vlasništvo jednog subjekta, a kupovina istih označava da postoji novo vlasništvo. Promjena vlasništva preduzeću, ne predstavlja istovremeno i činjenicu da preduzeće prestaje da postoji. Činjenicom da su se vlasnici u preduzeću promijenili ne utiče na funkcionalnost aktivnosti menadžmenta u njemu, već preduzeće nastavlja da se obnavlja i posluje, bez obzira na činjenicu o tome što je došlo do promjene vlasništva nad preduzećem.

---

<sup>52</sup> European Parliament: Relation between company supervisory and the management, Study, 2012., 43-48.

<sup>53</sup> Wiig, K.: Knowledge management foundations, Arlington, Tx: Schema Press, 2002., 4.

## 2.1.2 Profesionalizacija menadžerske funkcije i menadžerskih organa u preduzeću

Razvoj složenijih formi organizacije preduzeća uslovljava realizaciju manjeg broja ekonomski složenijih, ali i organizaciono složenih preduzeća (korporacija) za čiji uspješan menadžment vlasnici često nemaju dovoljno mogućnosti, pa angažuju profesionalne i kompetentne timove eksperata kojima povjeravaju upravljanje takvim preduzećima. Realizujući moć primjenom novih ideja i koncepata zasnovanih na znanju, menadžeri u preduzeću postaju nezamjenjiv faktor sposobnosti preduzeća da se izmijeni, prilagodi i stvari nove mogućnosti kako bi se uspješno takmičilo u uslovima promjenljivog poslovnog okruženja.

Ipak, profesionalizacija menadžerske funkcije i prebacivanje odgovornosti za upravljanje preduzeća na menadžere ima za posljedicu i pojavu zloupotreba rukovodećih pozicija u cilju ostvarenja sopstvenih interesa.

Globalno poslovno okruženje dramatično se promijenio u relativno kratkom vremenskom periodu. Globalna preduzeća suočavaju se sa sve većim izazovima, jer stakeholderi od njih zahtijevaju mnogo više od samog dostavljanja podataka o trenutnom stanju.

U drugoj polovini dvadesetog vijeka, uspješnost preduzeća se uglavnom skoro uvijek mjerila profitom preduzeća. Takav prevladavajući stav najbolje je sažeo poznati američki ekonomist, *Milton Friedman*, koji naglašava: „...*malo trendova bi moglo tako u osnovi potkopati temelje slobodnog društva od prihvatanja korporativnih službenika društvene odgovornosti, osim da se zaradi što više novca za dioničare*“.<sup>54</sup>

Kako su se vremena promijenila, preduzeća sve više ignorišu čitav niz novih odgovornosti korporativnog upravljanja. U današnje vrijeme podjednako je važno koliko se efikasno i kvalitetno preduzeće ponaša u pogledu društvenih i ekoloških pitanja, i a te zahtjeve pred njih postavlja: javnost, aktivisti i vlade, a posebno dioničari, što zahtjeva profesionalizaciju menadžerskih uloga i funkcija menadžerskih organa u preduzeću. Dakle, promjenom pravila pokazuje se da je od presudne važnosti razvoj i obuka nove i moderne generacije menadžera koji su u stanju prilagođavati se promjenama i prenositi poruke kroz sve slojeve sistema korporativnog upravljanja u preduzeću. Nova globalna poslovna arena zahtjeva definisanje poslovanja koje obuhvata korporativne težnje, odgovornosti i aktivnosti u realnim crtama koje nadilaze čisto finansijski usmjerene definicije.

Svrha takvog globalno odgovornog poslovanja je stvoriti ekonomski i društveni napredak preduzeća na globalno odgovoran i održiv način.

Profesionalizacija uloge menadžera u preduzeću može se ogledati i u načinu kako se na lidere gleda u preduzeću. Literatura potvrđuje da profesionalizacija podrazumijeva postojanost "*lidarskih osobina*".

U razvijenom svijetu opšta je pojava, da se profesionalizuje menadžerska funkcija kao „stalna, visokostručna i nezavisna od vlasništva preduzeća“, a koju obavljaju osposobljeni i opredjeljeni stručnjaci, koji potpisivanjem profesionalnog ugovora preuzimaju odgovornost nad poslovanjem i rezultatima poslovanja preduzeća, koje ih je angažovalo.

---

<sup>54</sup> Friedman, H.: *Capitalism and Freedom: Fortieth Anniversary Edition*, University of Chicago Press First edition edition, November 15, 2002.

Menadžeri se angažuju u svim organizacionim oblicima preduzeća, a pored akcionara koji ih angažuju za vođenje poslovanja preduzeća, mogu ih angažovati i preduzetnici i državne institucije, u situacijama kada isti shvate da složenost i obimnost posla zahtjeva angažovanje eksperata koje prevazilazi poslovne, intelektualne i stručne mogućnosti preduzeća ili institucija.

Liderstvo i menadžment preduzeća odražava izazovne poslovne i političke situacije u kojima se živi, kao i intuiciju da neki ljudi rješavaju probleme neizvjesnosti bolje od drugih. Ipak, ne može se tvrditi da postoji neka univerzalna „osobina“ koja omogućuje tako „*blagoslovljenim pojedincima*“ da se u svakoj situaciji dobro nose s neizvjesnošću.<sup>55</sup>

### 2.1.3 Norme učinka menadžmenta

Sistem kvalitetnog korporativnog upravljanja podrazumjeva poštovanje interesa svih zaposlenih, a posebno vrhunskog menadžmenta, što proizilazi iz potrebe za podsticanjem menadžmenta u donošenju profitabilnih i efikasnih poslovnih odluka.

Norme (standardi) učinka zaposlenih u formi kompenzacije i stimulacije mogu biti:<sup>56</sup>

1. materijalne; i
2. nematerijalne.

Postoje razne tehnike i alati nagrađivanja menadžera za različite nivoe menadžmenta, premda su to najčešće: osnovna zarada, bonusi, druge kompenzacije, cijena kapitala i dr.

Norme učinaka poslovanja preduzeća predstavljaju mjerenje mogućnosti postizanja očekivanog i/ili željenog stanja poslovanja preduzeća u budućnosti. Norme učinaka proizilaze iz ciljeva preduzeća i utvrđivanjem norme učinka preduzeća usmjeravajući resurse ka ostvarivanju postavljenih ciljeva. Isto tako, norme učinaka preduzeća podrazumijevaju očekivanja i mjerenje odstupanja od normi koje se mogu tolerisati. Da bi očekivanja i eventualna odstupanja od istih mogla biti praćena na odgovarajući način, potrebno je da norme učinka u preduzeću budu mjerljive.<sup>57</sup>

Dakle, norme učinka menadžmenta predstavljaju mjerenje očekivanih rezultata poslovanja menadžera u preduzeću za određeni vremenski period. Norme učinaka menadžera u preduzeću koje vode profesionalni menadžeri se, po pravilu, unaprijed definišu, u preduzećima i poslovnim grupacijama i imaju praktični značaj, kako za menadžere, tako i za vlasnike u preduzeću.

Za menadžere su norme učinaka značajni, obzirom da su u njima jasno i konkretno precizirane obaveze u vođenju poslovanja preduzeća, koji poređenjem ostvarenog sa planiranim vlasnicima omogućuju sticanje pouzdanih informacija o uspješnosti menadžera.

Norme učinaka menadžera se uspostavljaju za sve nivoe menadžmenta preduzeća, a propuštanjem normi koje se odnose na postavljanje uvođenja takvog sistema normiranja uspješnosti menadžmenta preduzećem u kojem menadžer može biti neodgovoran može

---

<sup>55</sup> Edwards, H.: Community as leadership, Cheltenham, Edwards Elgar, 2015.

<sup>56</sup> Mahmutović, H., Šabić, A.: Modeli nagrađivanja korporativnih menadžera u funkciji razvoja kompanije Naučno-stručni skup sa međunarodnim učešćem "Quality 2015", Neum, BIH, 10. – 13. juni 2015., 47-56.

<sup>57</sup> Wiig, K.: Knowledge management foundations, Arlington, Tx: Schema Press, 2002., 4.

imati ozbiljne i kriminalne posljedice, a posebno kod postavljanja menadžerskih ciljeva i interesa iznad ciljeva i interesa vlasnika preduzeća.

Uspostavljanje normi učinaka menadžera, kao i mjerenje i ocjenjivanje menadžera upoređivanjem ostvarenog sa planiranim normama učinaka menadžera, primjenjuje se u skoro svim preduzećima svijeta, koji u preduzećima i korporacijama mnogih zemalja svijeta predstavlja osnovni, a ne pomoćni način praćenje rada menadžera. U zemljama u sa razvijenim tržištem kapitala poput SAD i Velike Britanije, tržište kapitala i informacije pružaju bitne informacije dobijene rastom i padom cijena akcija, postajući jednim od najvažnijih parametara na bazi kojeg se na isti način određuje i ocjenjuje uspješnost rada menadžera, dok se norme učinaka i poređenje ostvarenog sa planiranim koristi kao pomoćni sistem procjene uspješnosti rada menadžera.

### **2.1.4 Mjere i ocjenjivanje uspješnosti u radu menadžmenta**

Da bi bile efikasne, mjere i ocjenjivanja uspješnosti u radu menadžmenta preduzeća, menadžeri moraju preuzeti odgovornost za svoje odluke i performanse preduzeća u cjelini. Menadžeri preduzeća trebaju osmisliti i pridržavati se etičkog kodeksa koji pomaže menadžmentu da promoviše svaku važnu karakteristiku kvalitetnog korporativnog upravljanja.

Pri tome su neke od najvažnijih mjera:

- jasna organizaciona strategija;
- efikasno upravljanje rizikom;
- disciplina i predanost;
- pravednost prema zaposlenima i kupcima;
- transparentnost i dijeljenje informacija;
- društvena odgovornost; i
- redovna samovrednovanja.<sup>58</sup>

Efikasno korporativno upravljanje započinje s jasnom strategijom za preduzeću. Menadžerski tim preduzeća u određenom sektoru rada može istraživati tržište kako bi identifikovali profitabilnu nišu, stvorili liniju proizvoda da zadovolji potrebe tog ciljanog tržišta, a zatim reklamirali svoje proizvode marketinškom kampanjom koja direktno dopire do tih potrošača. U svakoj fazi, poznavanje cjelokupne strategije pomaže radnoj snazi preduzeća da se fokusira na organizacionu misiju tj. zadovoljavanje potreba potrošača na tom ciljnom tržištu.<sup>59</sup>

---

<sup>58</sup> <https://smallbusiness.chron.com/seven-characteristics-good-corporate-governance-57207.html>. Pristup 18/12/2019 u 18:41.

<sup>59</sup> Mack, S.: Seven Characteristics of Good Corporate Governance, Reviewed by Michelle Seidel, B.Sc., LL.B., MBA, 08, 2019.



Čak i kad preduzeće sprovodi efikasnu politiku, konkurenti mogu pokušati „krasti“ njihove klijente, a neočekivane i često katastrofalne posljedice koje tom prilikom mogu nastati po preduzeće, mogu dovesti do smanjenja profita i umanjiti kupovnu mogućnost ciljanog tržišta preduzeća. U slučaju kad je rizik neizbježan, od ključne je važnosti primijeniti efikasno strateško upravljanje rizikom. Na primjer, menadžment preduzeća bi se mogao odlučiti za diverzifikaciju poslovanja, kako bi preduzeće ipak računati na prihod s određenim brojem različitih tržišta, a ne zavisiti samo o jednom.

Korporativne politike jednako su efikasne koliko i njihovo sprovođenje. Menadžment preduzeća može provesti godine razvijajući strategiju za pokretanje novih tržišta, ali ako ne uspije mobilizovati svoje zaposlene za sprovođenje strategije, inicijativa neće uspjeti. Za dobro korporativno upravljanje potrebna je disciplina i posvećenost sprovođenja politika, rezolucija i strategija.

Pravednost mora uvijek biti visoki prioritet upravljanja. Na primjer, menadžeri moraju podsticati svoje zaposlene kako bi bili najbolji, ali i priznati činjenicu da veliko radno opterećenje može imati negativne dugoročne efekte, poput pada motivisanosti, nemoralnog ponašanja zaposlenih i pri tome sticanje velikih novčanih sredstava. Preduzeća zato moraju biti poštene prema svojim kupcima/klijentima/korisnicima usluga iz etičkih razloga i imati dobar i korektan odnos s javnošću. Tretiranje istih nepravedno, bez obzira na kratkoročne koristi, uvijek šteti dugoročnim izgledima preduzeća.

Menadžeri ponekad drže da neke stvari znaju bolje od drugih, ograničavajući informacije koje filtriraju na zaposlene. No korporativna transparentnost pomaže objedinjavanju preduzeća. Kad zaposleni razumiju strategije menadžmenta, dozvoljeno im je da prate finansijske rezultate preduzeća i razumiju njihove uloge u kompaniji. Transparentnost je takođe važna za opštu javnost koja često nema povjerenja u tajnost podataka korporacije.

Društvena odgovornost na korporativnom nivou odnosi se na činjenicu da potrošači očekuju da preduzeća budu dobri članovi zajednice, tako što će pokrenuti napore u djelatnostima od opšteg interesa, kao na primjer za reciklažu i težiti smanjenju otpada i/ili smanjenja zagađenja okruženja. Efikasno korporativno upravljanje identifikuje načine poboljšanja prakse preduzeća, a takođe promoviše društveno opšte dobro ulaganjem u lokalnu zajednicu.

Greške koje se u preduzeću dešavaju su neminovnost, bez obzira koliko efikasan menadžment preduzeća bio. Ipak, ključno je obavljanje redovnih samovrednovanja kako bi se utvrdili i ublažili problemi. Ankete zaposlenih i kupaca, na primjer, mogu pružiti ključne povratne informacije o efikasnosti trenutnih politika preduzeća. Angažovanje spoljašnjih savjetnika za analizu poslovanja takođe može pomoći u identifikovanju načina za poboljšanje efikasnosti i performansi preduzeća.

Dakle, neizostavan interni mehanizam predstavlja ocjenjivanje i mjerenje uspješnosti rada menadžera, koji se primjenjuje za sve menadžere, za koje se utvrđuje ostvareni uspjeh i ocjenjuje upoređujući ih sa planiranim tj. programiranim.

Poređenjem planiranog i ostvarenog dovodi do rezultata koji mogu biti:

1. ravni planiranim;
2. veći od planiranih, i
3. manji od planiranih.

Ravni i veći od planiranih se smatraju zadovoljavajućim ili pozitivnim, dok treća grupa spada u nezadovoljavajući rezultat i ocjenu. Uspješna primjena ovog mehanizma zahtjeva prethodno preciziranje standarda za mjerenje učinka menadžera i planiranih tj. ciljnih veličina. Ove uporedbe i ocjenjivanje se vrši u određenim obračunskim intervalima uglavnom na period od godine, a na osnovu njih se donosi zaključak o uspješnosti poslovanja menadžera kojima je menadžment preduzeća povjeren.

Mehanizmi kontrole i mjerenja učinka zaposlenih se koriste u Evropi, Japanu, SAD i Velikoj Britaniji na skoro identičan način. Iako i ostali interni mehanizmi korporativnog upravljanja u preduzeću nisu manje bitni, njihova efikasna primjena zahtjeva implemenataciju prethodno opisane skale, kao i standarda, normi i ciljeva predstavljajući moćan alat stimulacije menadžera u ostvarivanju boljih rezultata u preduzeću.

Iako i drugi pomenuti mehanizmi korporativnog upravljanja imaju veliku važnost, svi oni zajedno doprinose efikasnijem, kvalitetnijem i efektivnijem poslovanju menadžmenta i sveukupnom uspjehu preduzeća.<sup>60</sup>

### **2.1.5 Sistem nagrađivanja menadžmenta**

Nagrađivanje menadžera i naknade spadaju u najvažnije interne mehanizme korporativnog upravljanja sa značajnim utjecajem na motivaciju menadžera u preduzeću. Motivacija, kao vrlo složen pojam, uglavnom ličnog karaktera, često u tim naporima može biti identifikovana kao suštinska tehnika.

Moderan sistem korporativnog upravljanja podrazumjeva spremnost vrhunskog menadžmenta da omogući kreiranje organizacione strukture preduzeću u kojem bi svim zaposlenima bilo moguće učestvovati u razvoju poslovanja preduzeća.

Od trenutka razdvajanja vlasničke i menadžerske funkcije, stvara se osnova efikasnijeg i efektivnijeg poslovanja preduzeća, ali i kreira mogućnost nastanka prirodnog konflikta između vlasnika i menadžmenta. Ovo zahtjeva definisanje i dizajniranje adekvatnog mehanizama stimulanja i nagrađivanja menadžmenta, kako bi se balansiralo suprotnošću interesa, te podsticalo na profitabilnije i odgovornije poslovanje preduzeća.

Stimulisanje menadžmenta se temelji na skupu raznih novčanih i nenovčanih nagrada za rad ili doprinos menadžmenta u ostvarivanju ciljeva preduzeća. Cilj sistema nagrađivanja se vremenom mijenjao, od pravilnog nagrađivanja, stimulanja menadžera da ostvare što bolje uspjehe poslovanja, te nastojanje privlačenja i zadržavanje najsposobnijih i najvještijih. Sistemi nagrađivanja menadžera ili "paketi motivacije menadžera" mogu biti u novčanom ili nenovčanoj formi.

Činjenica je da svako zaposleno lice u preduzeću želi biti adekvatno nagrađen za svoj rad, trud, zalaganje i sl. Iz tog razloga, neophodno je da svako preduzeće razvije sopstvene metode nagrađivanja.<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup> Babić, M., Simić, M., Šunje A., Puljić, M.: Korporativno upravljanje, principi i mehanizmi, Revicon, 2008., 101.

<sup>61</sup> Mahmutović, H., Šabić, A.: Modeli nagrađivanja korporativnih menadžera u funkciji razvoja kompanije Naučno-stručni skup sa međunarodnim učešćem "Quality 2015", Neum, BIH, 10. – 13. juni 2015., 47-56.

Kod kreiranja normi učinaka menadžmenta i kod sistema nagrađivanja uglavnom se primjenjuje kombinovana politika nagrađivanja menadžera koja se sastoji od tri elementa kojim se:

1. stvaraju uslovi da i menadžeri budu vlasnici u preduzeću;
2. menadžerske nagrade se vezuju za ostvarene rezultate poslovanja; i
3. u slučaju loših rezultata poslovanja preduzeća prijeti se menadžerima njihovim otpuštanjem.

Kompenzacija, kao oblik menadžerske nagrade u preduzećima sastoji se od:

1. direktne i
2. indirektne nagrade.

Direktna menadžerska nagrada se sastoji od:

1. menadžerske plate;
2. bonusa i premija;
3. odgođenih kompenzacija;
4. stokopcijskih planova<sup>62</sup>; i
5. ostalih nagrade, odnosno kompenzacija.<sup>63</sup>

Indirektne menadžerske nagrade imaju karakteristike dodatnih pogodnosti za zaposlene i pojavljuju se kao novčane naknade koje se mogu ogledati u posjedovanju akcija, kao jednog od najjačeg stimulansa za menadžere i nenovčanih naknada koje se ogledaju u drugim nenovčanim privilegijama za menadžere.

Načela zahtijevaju objavljivanje politike nagrađivanja članova odbora, a ovo načelo se poštuje kako je definisano Zakonom o privrednim društvima Crne Gore koji predviđa, da ako član odbora direktora zaključi ugovor sa društvom o naknadi za njegov rad u odboru, ili je u radnom odnosu sa društvom, sve bitne odredbe tih ugovora moraju se prikazati u godišnjem finansijskom izvještaju društva.<sup>64</sup>

Isto tako, isto pravo akcionara je potvrđeno i odredbom Zakona o privrednim društvima koje predviđa da su članovi Odbora direktora u obavezi prijaviti skupštini akcionara svaku korist ili privilegiju koju imaju u akcionarskom društvu, osim naknade za svoj rad.<sup>65</sup>

---

<sup>62</sup> engl. stock option value – vrijednost donošenja sreće.

<sup>63</sup> Mahmutović, H., Šabić, A.: Modeli nagrađivanja korporativnih menadžera u funkciji razvoja kompanije Naučno-stručni skup sa međunarodnim učešćem "Quality 2015", Neum, BIH, 10. – 13. juni 2015., 47-56.

<sup>64</sup> Zakon o privrednim društvima, član 42., stav 8.

<sup>65</sup> Zakon o privrednim društvima, član 44., stav 3., tačka 6).

## 2.1.6 Koncentracija vlasništva kao mehanizam korporativnog upravljanja

Struktura, tj. koncentracija vlasništva je jedan od potencijalno bitnih internih elementa korporativnog upravljanja. Ovo znači da oni koji drže kontrolu nad vlasništvom preduzeća drže kontrolu i nad vlasništvo kapitala, dok samo neki vlasnici na bazi svojih vlasničkih pozicija imaju određeni tj. manji nivo kontrole nad preduzećem.

Za očekivati je da će veće preklapanje vlasništva i kontrole voditi ka većoj vrijednosti preduzeća, uslijed smanjenja konflikata interesa u preduzeću. Međutim, često su odnosi između vlasništva, vrijednosti i kontrole nad preduzećem znatno složeniji. Udio menadžmenta u vlasništvu utiče na znatnije stabilniji i skladniji odnos u interesu akcionara. Kada interesi nisu u cjelosti ravnopravni, veće udio u vlasništvu pruža menadžerima veću slobodu usmjerenu ka svojim ličnim interesima i ciljevima bez straha od posljedica.

Kako korporativno upravljanje dio institucionalnog okvira predstavlja način na bazi kojeg se usmjeravaju i kontrolišu preduzeća, te pružaju podsticaji u ostvarivanju ciljeva u interesu preduzeća i njenih vlasnika, jačanjem odgovornosti, u okviru korporativnog upravljanja ograničava se zloupotreba moći nad resursima preduzeća i štite interesi akcionara.

Najvažnija prednost anglo-saksonskog modela korporativnog upravljanja omogućava prikupljanje većih suma finansijskih sredstava, obzirom da veliki broj vlasnika obezbijeduje kapital preduzeću, dok se nedostatak ovog modela uočava u pasivnosti malih i manjih akcionara, jer menadžeri imaju značajniju moć odlučivanja i donose odluke koje su prvenstveno usmjerene ka prekomjerim investicijama.

Nedostatak kontinentalnog modela karakteriše postojanje ograničenih finansijskih sredstava koji preduzeće ima na raspolaganju, a veća koncentracija vlasništva podrazumijeva da se kontrola nalazi u rukama većih i velikih akcionara koji drže veću moć utičući na donošenje odluka i povećavajući profitabilnost. Veća profitabilnost je osnovna prednost kontinentalnog modela korporativnog upravljanja.<sup>66</sup>

U preduzeću sa disperziranim vlasništvom tipičan problem se odnosi na činjenicu da pojedinačni akcionari imaju znatno manji udio u vlasništvu preduzeća i zbog toga manje su podstaknuti da troše resurse na kontrolu i nadzor menadžera ili su manje usmjereni ka uticaju u procesu donošenja odluka u preduzeću, a osjeća se smanjenje i akcionara u koordiniranju njihovih aktivnosti. Ipak, pojedinačni akcionari koji imaju bolju vlasničku poziciju i imaju veći interes učestvovati u kontroli i nadzoru (monitoringu) menadžera.

Kod problema koji nastaju uslijed razdvojenosti vlasništva i kontrole, najefikasniji način njihovog rješavanja jeste pokušaj koncentrisanje vlasništva u rukama manjeg broja akcionara, koji imaju veći interes u kontroli i nadzoru menadžmenta tako dobijajući moć efikasnijeg i bržeg implementiranja promjena u preduzeću.

Koncentracija vlasništva podrazumijeva istovremeno veći blok akcionara i veći procenat akcija u njihovom vlasništvu. Veliki blokholderi su investitori koji imaju najmanje 5% akcija u preduzeću. Uslijed pojačane aktivnosti blokholdera koje su povezane procesom kontrole odlučivanja u preduzeću nastaje interes ka koncentraciji vlasništva, što je jednim

---

<sup>66</sup> Savović, S.: Koncentracija vlasništva kao interni mehanizam korporativne kontrole Časopis "Ekonomske teme", XLVI, br. 3, 2008., str. 165-179.

od internih mehanizama korporativnog upravljanja.<sup>67</sup>

Perspektiva blokholdera kao velikih investitora se ogledaju u činjenici da oni nastoje da ograničiti svoje učešće kako bi obezbijedili minimalnu likvidnost na sekundarnim tržištima.<sup>68</sup> Cijene akcija na sekundarnim tržištima pružaju važne informacije o karakteristikama preduzeća. Međutim, precizna procijena vrijednosti, zahtijeva visoku likvidnost na sekundarnim tržištima kako bi informacije o cijenama akcija bile preciznije. Na osnovu te perspektive, tržište je presudan element koje omogućava monitoring, pa veliki akcionari ustvari predstavljaju neophodnost u obezbijeđenju informisanosti koje pruža tržište.<sup>69</sup>

Prirodna komplementarnost špekulacija na sekundarnim tržištima i kontrola od strane velikih akcionara, je perspektiva drugog modela<sup>70</sup> koja pokazuje da veliki troškovi kontroline akcionara mogu biti redukovani kroz efikasnije formiranje cijena na sekundarnim tržištima. Osnovna ideja ovog modela ogleda se u boljem prilagođavanju cijena koja obezbijeduju ne samo veću likvidnost za velike akcionare, već ih podstiče na kontrolu, putem reflektovanja dodatne vrijednosti kontrolnih aktivnosti kao što su cijene akcija, određujući za blokholdere optimalni stepen likvidnosti kojima mogu uticati na maksimizaciju njihove zainteresovanosti za kontrolu.<sup>71</sup>

Iako postoje prednosti koje kontrola blokholdera donosi, postoje i određeni nedostaci, a prije svega u ograničenju mogućnosti da veliki akcionari koriste moć za ograničavanje zaposlenih i menadžera, što se odražava na spriječavanje menadžera u vršenju specifičnih i skupih investiranja. Pored toga, postoji opasnost od pretjerane kontrole koja za posljedicu ima rušenje inicijativa, kreativnosti i inovacija.<sup>72</sup>

Potencijalni pozitivni efekti od blokholder strukture ogledaju se u postojanju kontinuiranog nadzora, što je posebno drugačije od sistema sa disperziranom vlasništvom koji često obezbijeduju kontrolu i intervenciju samo u kriznim situacijama, kroz sistem neprijateljskog preuzimanja. Prednosti disperziranog vlasništva, sa druge strane podrazumijeva povećanje likvidnosti na sekundarnim tržištima.

Ipak uporedba ova dva sistema zavisi od regulatorne strukture, pa ukoliko pravna regulativa omogućava znatno povećanje troškove držanja velikih blokova akcija (što se najčešće dešava u SAD i Velikoj Britaniji) onda se sistem sa disperziranom vlasništvom koji se temelji na neprijateljskim preuzimanjima može biti efikasniji. Međutim, ukoliko pravna regulativa omogućava povećanje troškova neprijateljskih preuzimanja, ali pri tom bitno ne ograničava prava blokholdera (kao kod modela koji se primjenjuje u

---

<sup>67</sup> Babić, V.: Korporativno upravljanje u uslovima koncentracije i disperzije vlasništva, u monografiji Korporativno upravljanje u tranziciji – vlasništvo, kontrola, menadžerske kompetencije, Ekonomski fakultet u Kragujevcu, 2006.,12.

<sup>68</sup> Holmström, B., Tirole, J.: Market Liquidity and Performance Monitoring, Journal of Political Economy, Vol. 101, No. 4, Aug., 1993., 678-709.

<sup>69</sup> Becht, M., Bolton, P., Röell, A.: Corporate Governance and Control, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N° 02/2002 Updated August 2005., 128.

<sup>70</sup> Aghion, Ph., Bolton, P., Tirole, J.: Exit Options in Corporate Finance: Liquidity versus Incentives, Review of Finance, vol. 8, issue 3, 2004., 327-353.

<sup>71</sup> Babić, V.: Korporativno upravljanje u uslovima koncentracije i disperzije vlasništva, u monografiji Korporativno upravljanje u tranziciji – vlasništvo, kontrola, menadžerske kompetencije, Ekonomski fakultet u Kragujevcu, 2006.,12.

<sup>72</sup> Babić, V.: Korporativno upravljanje u uslovima koncentracije i disperzije vlasništva, u monografiji Korporativno upravljanje u tranziciji – vlasništvo, kontrola, menadžerske kompetencije, Ekonomski fakultet u Kragujevcu, 2006.,14.

kontinentalnoj Evropi) onda sistem koji se temelji na koncentraciji vlasništva ima prednost.<sup>73</sup>

Zaključak je da, koncentracija vlasništva može biti vrlo efektivan mehanizam korporativne kontrole, obzirom da budući veći i veliki akcionari teže ostvariti veći interes u kontroli, povećavanjem stepena disciplinovanosti rada menadžera i povećavaju uticaja na u procesu donošenja strategijskih odluka.

### **2.1.7 Nadzorni organi dioničara i vlasnika korporacija**

Komparativna analiza poslovnih sistema<sup>74</sup> naglašava značaj dva elementa i to: troškove nadzora i efikasnost neprijateljskih preuzimanja. U zavisnosti od vrijednosti ovih elemenata optimalni mehanizmi korporativnog upravljanja se ogledaju u:

1. koncentraciji vlasništva (kada je nadzor skuplji i ne postoji prijetnja od preuzimanja);
2. nadzor (u slučaju niskih troškova nadzora i kada su preuzimanja neefikasna) ili
3. disperzovano vlasništvo i neprijateljska preuzimanja (kada postoji slab mehanizam odbrane od preuzimanja i kada su troškovi nadzora veliki).

Svakako, blokholderi imaju mogućnost uticati na menadžere, obezbijavajući donošenje odluka usmjerenih ka povećanju ukupne vrijednosti preduzeća, odnosno vrijednosti za akcionare i tada se radi o koristima kako od kontrole koje ostvaruju i blokholderi, tako i svih ostalih akcionara.

Vlasništvo kapitala obezbijeduje blokholderima da prisvoje priliv novca (*cash flow*) preduzeća.

U onoj mjeri koliko veliki akcionari dobijaju podstrek da učestvuju u kontroli uticaja na menadžment, u istoj mjeri se priliv novca povećava, i tada svi akcionari ostvaruju dobit. Međutim, kada dobit od kontrole ostvaruju samo blokholderi, radi se o privatnim koristima uz pomoć kontrole.

Privatne koristi, sa gledišta ostalih akcionara, mogu biti bezopasne, kada blokholderi imaju mogućnost pristupa moćnijim ljudima u okviru preduzeća. Ipak, ukoliko blokholderi koriste kontrolu za prisvajanje resursa preduzeća sa ostvarivanjem privatne koristi dolazi do smanjenja vrijednosti preduzeća. Tako, kao krajnji efekat blokholdera na vrijednost preduzeća može zavisiti od odnosa između ostvarivanja opštih koristi akcionara i ostvarivanja privatnih koristi.<sup>75</sup>

Nadzorni odbor u Crnoj Gori i upravni odbori imaju centralnu ulogu u sistemu korporativnog upravljanja, obzirom da je Upravni odbor odgovoran za određivanje i

---

<sup>73</sup> Becht, M., Bolton, P., Röell, A.: Corporate Governance and Control, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N°. 02/2002 Updated August 2005., 128.

<sup>74</sup> Kose, J., Dedia, S.: Design of Corporate Governance: Role of Ownership Structure, Takeovers, and Bank Debt, Article in SSRN Electronic Journal · December 2006.

<sup>75</sup> Denis, D. K., McConnell, J.J.: International Corporate Governance, ECGI, Finance Working Paper No 05/2003., 1-62.

usmjeravanje poslovne strategije i prioriternih odluka društva, koje uključuju godišnji finansijski plan i plan poslovanja, te kontrolisanje i usmjeravanje efekata menadžera. Ovaj odbor radi u interesu društva, ima ulogu da štiti prava svih dioničara/akcionara, kontroliše i prati rad generalnog direktora i izvršnog odbora, te obavlja sistemsku finansijsku kontrolu. Efikasan, nezavisan i stručan nadzorni/upravni odbor od presudne je važnosti za implementaciju dobrih poslovnih praksi korporativnog upravljanja.

Najbolje prakse ukazuju da crnogorska akcionarska/dionička društva nemaju mogućnost birati između različitih okvira korporativnog upravljanja, već im okvir definisan relevantnim zakonima. U stvarnosti, u Evropi su razvijena dva suprotna modela odbora: jednostepeni odbor (unitrašnji) i dvostepeni odbor tzv. dvostruki sistem. Kako je tendencija da se u Evropi ide pravcu povećanja fleksibilnosti, dozvoljeno je društvima da sami biraju između ova dva sistema i prilagđavaju se poslovnom okruženju.

- Jednostepeni ili unitarni sistem odbora karakteriše se jednim odborom koji ima ulogu da upravlja društvom, a podrazumijeva izvršne i neizvršne članove. U takvim uslovima, nadzorni organ podrazumijeva upravni odbor. Važno je da položaj generalnog direktora i predsjednika upravnog odbora u stvarnosti pokriva isto lice, olakšavajući kreiranje jakih rukovodećih formi sa efikasnim odlučivanjem. Međutim, nezavisni i neizvršni direktori igraju ključnu ulogu u nadgledanju i praćenju rukovodilaca, kao i smanjenju troškova posredovanja, a ovaj oblik korporativnog upravljanja uobičajen u SAD-u i Velikoj Britaniji, tj. u društvima sa sjedištem u zemljama sa tradicijom običajnog prava.ž
- Dvostepeni tj. dvostruki sistem, karakteriše se postojanjem odvojenog nadzornog i upravnog organa, pri čemu se nadzorni naziva nadzornim odborom, a upravni odbor se naziva izvršnim odborom. U ovom sistemu, svakodnevno upravljanje društvom povjereno je izvršnom, dok je isti kontrolisan nadzornim odborom (koji bira skupština društva). Oba organa imaju razdvojena ovlašćenja, a njihov se sastav ne može kombinovati, tj. članovi izvršnog ne mogu biti istovremeno biti članovi nadzornog odbora, kao ni obrnuto. Prednost ovog sistema je vrlo jasan mehanizam kontrole i nadzora, iako ovaj sistem ima manu koja podrazumijeva neefikasno odlučivanje i najčešće se javlja u Njemačkoj.

Bez obzira koji sistem kontrole i nadzora korporativnog upravljanja je odobren pravnom regulativom države isti mora podrazumijevati da je neophodno praviti kompromis između efikasnosti i kontrole društva. Uglavnom, kada su problemi posredovanja i sukobi interesa veliki, akcionari tj. dioničari sami mogu odabrati dvostepeni sistem, ali treba da znaju da sistem upravljanja sa čvrstom kontrolom često može vezati ruke menadžmentu što za posledicu ima da poslovno odlučivanje u društvu bude neefikasno. S druge strane, kada akcionari tj. dioničari i menadžeri imaju povjerenja jedni u druge, onda je društvu potrebna veća efikasnost koja daje mogućnost istraživanja poslovnih odluka i mogućnosti, pa takvo akcionarsko društvo može izabrati jednostepeni sistem odbora koji je više orijentisan benefitima uprave.

### **2.1.8 Odnos u interesno-uticajnim grupama**

Kada se raspravlja o odnosu i uticaju u preduzeću, nezaobilazna tema su interesno-uticajne grupe. Interesno-uticajne grupe su „*pojedinici i grupe koji mogu uticati na odluke, akcije i*

*ciljeve preduzeća i na koje ona utiče svojim odlukama i ponašanjem, tj. to mogu biti zaposleni, potrošači, dioničari, dobavljači, partneri, sindikati i drugi.*<sup>76</sup>

**Tabela 1.** Primarne interesno-uticajne grupe

<b>Primarne društvene interesno-uticajne grupe</b>	<b>Primarne nedruštvene interesno-uticajne grupe</b>
Vlasničke interesno-uticajne grupe	Prirodno okruženje
Zaposleni i menadžeri	Buduće generacije
Potrošači	Neljudske vrste
Zajednice i kulture	
Dobavljači i drugi partneri	

Izvod: Krkač, K.: Uvod u poslovnu etiku i korporacijsku društvenu odgovornost, Mate d.o.o., Zagreb, 2007., 5-6.

**Tabela 2.** Sekundarne interesno-uticajne grupe

<b>Sekundarne društveno-interesne grupe</b>	<b>Sekundarne nedruštveno-interesne grupe</b>
Vlade	Udruženja za zaštitu okruženja
Konkurentska preduzeća	Udruženja za dobrobit životinja
Civilne udruženja, mediji i drugi	

Izvod: Krkač, K.: Uvod u poslovnu etiku i korporacijsku društvenu odgovornost, Mate d.o.o., Zagreb, 2007., 5-6.

U interesno-uticajne grupe uključeni su svi oni subjekti bez čije bi podrške preduzeće jako teško opstalo ili uspjelo poslovati. Iako preduzeća često neće uvijek biti svjesna svih uticajno-interesnih grupa, tako ni interesno-uticajne grupe uvijek neće biti svjesne potencijalnog uticaja preduzeća na njihove interese. Interesno-uticajne grupe su *svi pojedinci ili grupe koje imaju interesa u poslovanju obrta, preduzeća ili korporacije.*<sup>77</sup> Interesna grupa je nadređena, kako vlasničkim akcionarima, tako i proizvođačima, kupcima, trgovcima, članovima akcionarskog društva, kulturnim grupama, građaninima države ...

Iz svega navedenog vidljiva je velika složenost interesne grupe iz razloga što vrste interesa i uticaja mogu varirati, pa se interesno-uticajne grupe mogu podijeliti na primarne i sekundarne, interne (unutrašnje) i eksterne (spoljašnje), društvene i nedruštvene, nečujne i mnoge druge. U tabeli 1. i tabeli 2. prikazana je podjela na primarne i sekundarne, odnosno na društvene i nedruštvene interesno-uticajnih grupa.

Interesnih grupa ima mnogo, a njihovi zahtjevi su različiti, ali njihova sveukupna ispunjenja su skoro nemoguća. Ipak, interesno-uticajne grupe i ostali investitori u pravilu

<sup>76</sup> Bahtijarević-Šiber, F., Sikavica, P., Pološki Vokić, N.: Suvremeni menadžment – vještine, sustavi i izazovi, Školska knjiga, Zagreb, 2007., 532.

<sup>77</sup> Krkač, K.: Uvod u poslovnu etiku i korporacijsku društvenu odgovornost, Mate d.o.o., Zagreb, 2007., 224.



teže postići maksimizaciju dobiti na uloženi iznos kapitala, tj. povećati vrijednost preduzeća, te da samostalno odlučuju kako će iskoristiti novac koji su ostvarili. S druge strane, menadžeri moraju zadovoljiti sve interesno-uticajne grupe, jer isti često vode preduzeće, i zbog loših rezultata odgovaraju, a istovremeno žele ostvariti svoje ciljeve i interese, koji su najčešće u sukobu sa interesima i ciljevima vlasnika preduzeća.

Zaposleni teže ostvarenju dobrih i redovnih plata, mogućnosti usavršavanja, dobar odnos menadžmenta prema njima, napredovati u karijeri, i ostvariti mnoga druga prava, koja se često obezbijavaju angažovanjem sindikata. Potrošači, s druge strane žele ostvariti što jeftinije proizvode i usluge, ali i bolji kvalitet istih, dok dobavljači imaju za cilj imati korektan i pošten odnos, te da otkupna cijena materijala koji se preko njih nabavljaju bude što veća, brža i sa redovnim rokovima plaćanja. Lokalna i politička zajednica, ima više interesa, od kojih su najvažnija oni koji se odnose na povećanje i očuvanje radnih mjesta, mogućnost ubiranja poreza pod uslovima da preduzeće posluje pozitivno, podstičući preduzeće na uspješan nastavak rada i sl.

Svi ovi ciljevi i zahtjevi, koji su često vrlo kontraktidorni za subjekte koji su sastavni dio procesa korporativnog upravljanja u preduzeću, pa se od menadžera zahtijeva da uspješno balansiraju težeći praviti kompromise kako bi postigli opšte zadovoljstvo većine.

### **2.1.9 Finansijska transparentnosti adekvatnog objavljivanja informacija**

Kako se korporativno upravljanje bavi problemima u rasponu od koncentriranog vlasništva i izvršne kompenzacije do raznolikosti na radnom mjestu i nezavisnosti upravnog odbora preduzeća, jedna od glavnih načela efikasnog korporativnog upravljanja je transparentnost u javnom objavljivanju informacija koje su važne dioničarima i javnosti koja ulaže.

Finansijska transparentnost i objavljivanje informacija mora odražavati stvarno stanje preduzeća, svi podaci koji su objavljeni moraju biti uniformni i u skladu sa zakonom i drugim propisima, a njihova tačnost, blagovremenost i preciznost mora biti garantovana od strane odbora direktora putem sistema internih kontrola. Odbor direktora, u godišnjem izvještaju, sa revizorskom kućom, objavljuje prirodu i obim svih drugih ugovora u vezi sa revidiranjem finansijskih izvještaja.

Odbor direktora, takođe ima obavezu da objavi informacije o profesionalnoj karijeri članova odbora direktora i izvršnog menadžmenta, uputstva procjene njihovog učinka i ustanovljava njihove naknade.

Preduzeće mora objavljivati uputstva u vezi sa unutrašnjim trgovanjem, a članovi odbora direktora imaju obavezu da prijave svoja lična trgovanja sa akcijama preduzeća. Učešće svih ovih pojedinaca na tržištu hartija od vrijednosti preduzeća, kao i visinu njihovog učešća u motivacionim sistemima zasnovanim na akcijama takođe moraju biti prikazani u godišnjem izvještaju.

Pravila povjerljivosti koja važe bez kršenja, a koja mogu uticati na poslovanje kompanije treba da budu objavljena u godišnjem izvještaju za sve veze članova odbora direktora i izvršnog menadžmenta, kao i trećih lica.<sup>78</sup>

## 2.2 Eksterni mehanizmi

Eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja podrazumijevaju:<sup>79</sup>

- tržište za korporativnu kontrolu;
- pravnu infrastrukturu;
- zaštitu manjinskih akcionara;
- uslove konkurentnosti.

Tržište za korporativnu kontrolu kao eksterni mehanizam korporativnog upravljanja je mehanizam koji prisiljava menadžere da upravljaju preduzećem na način koji je u interesu akcionara, odnosno da svoj cilj usmjere ka maksimizaciji dobiti vlasnika, iako isti nemaju neposrednu kontrolu nad preduzećem.

Ovaj eksterni mehanizam ukazuje način na koje niske cijene dionica ukazuju na loše vođenje preduzeća i podstiču investitore na kupovinu akcija preduzeća, mijenjajući menadžment kako bi maksimizovali cijenu akcija, a time i svoj profit.<sup>80</sup>

Postoje dva načina preuzimanja kontrole nad preduzećem bez saglasnosti menadžmenta i to:

1. borba brojem glasovima na skupštini akcionara, tj. kada neko izazove postojeći menadžment predlažući novi menadžerski tim tražeći podršku akcionara koja može doći direktno ili putem punomoći za glasanje na skupštini;
2. javnom ponudom preuzimanja akcija od strane potencijalnog kupca, što se obično dešava kada je cijena akcija veća od tržišne kako bi se dioničare podstaklo na prodaju istih.<sup>81</sup>

Osim mehanizama interne kontrole menadžera, postoji i druga vrsta kontrole koja pridonosi regulaciji potencijalnih sukoba koji mogu nastati između dioničara i menadžera. Ta se kontrola vrši putem spoljašnjeg tržišta, uključujući: finansijsko tržište, tržišne robe i usluge, menadžeri na tržištu rada.<sup>82</sup>

---

<sup>78</sup> Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore: Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori Podgorica, [http://www.scmn.me/images/files/publikacije/3\\_Unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-Crnoj-Gori.pdf](http://www.scmn.me/images/files/publikacije/3_Unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-Crnoj-Gori.pdf), jun 2009., 14.

<sup>79</sup> Tipurić, D.: Nadzorni odbor i korporativno upravljanje, Sinergija nakladništvo d.o.o., Zagreb, 2007., 77.

<sup>80</sup> Larcker, D., Tayan, B.: Corporate Governance Matters, FTpress, New Jersey, 2011., 362.

<sup>81</sup> Tipurić, D.: Nadzorni odbor i korporativno upravljanje, Sinergija nakladništvo d.o.o., Zagreb, 2007., 78.

<sup>82</sup> Triki Damak, S.: The corporate governance mechanisms: evidence from Tunisian banks, IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM), [www.iosrjournals.org](http://www.iosrjournals.org), ISSN: 2278-487X, p-ISSN: 2319-7668. Volume 9, Issue 6, Mar. - Apr. 2013., 61-68.

#### (a) Finansijsko tržište

Kontrola finansijskog tržišta danas je sve važnija s razvojem tržišta dionica. Postoji direktna veza između efikasnosti, kompetencije menadžera i tržišne vrijednosti preduzeća. Ako je vjerovatno da strategija upravljanja šteti interesima dioničara, oni uvijek imaju mogućnost prodaje svojih dionica, pa, u skladu s tim, smanjuju vrijednost preduzeća. Dakle, ovo loše upravljanje utiče na vrijednost dionica preduzeća, a menadžeri imaju rizik opasnosti zamjene nakon preuzimanja novog investitora.

#### (b) Tržište robe i usluga

Konkurencija na tržištu dobara i usluga može obeshrabriti menadžment preduzeća koja upravlja na štetu dioničara. Svako konkurentno tržište gura menadžera da optimizuje upravljanje i da ima preventivnu ulogu protiv propasti preduzeća. Efikasnost ovog mehanizma kontrole je ograničena.

#### (c) Tržište rada za menadžere

Ovo je tržište efikasan sistem kontrole, jer ističe važnost ljudskog kapitala upravljanjem preduzeća. Menadžeri su stalno suočeni sa pritiskom na tržištu rada, pa se na tržištu konkurencijom nudi izbor najefikasnijih koji postoje pri izboru spoljašnjih i unutrašnjih menadžera.

### 2.2.1 Tržišni sistem korporativnog upravljanja

Tržišni sistem korporativnog upravljanja oslanja se na investitore u javnom preduzeću kako bi izvršili uticaj na način upravljanja preduzećem, jer definiše odgovornosti različitih učesnika u preduzeću, uključujući dioničare, upravni odbor, upravu, zaposlene, dobavljače i kupce.

Tržišni sistem korporativnog upravljanja proizilazi iz anglo-američkog zakona i jedan je od nekoliko sistema korporativnog upravljanja koji su se razvili na različite načine u svijetu. Budući da su tržišta osnovni izvor kapitala, ulagači dobijaju najviše moći u određivanju korporativnih politika, pa se sistem oslanja na tržišta kapitala kako bi uticao na upravljanje preduzećem.

Korporativno upravljanje pokriva prakse upravljanja javnim društvima i interakciju s dioničarima. Prevladavajući cilj korporativnog upravljanja, prema Organizaciji za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD - *The Organisation for Economic Co-operation and Development*), je stvaranje okruženja tržišnog i poslovnog povjerenja u pojedinačna preduzeća i njihove sposobnosti ulaganja kapitala za dugoročan produktivan rad.<sup>83</sup>

Tržišno korporativno upravljanje jedan je od nekoliko pristupa kako bi se osigurala odgovarajuća zaštita dioničara i društva i pridržavanje postojećih propisa. SAD i Indija su

---

<sup>83</sup> Chen, J.: Market-Based Corporate Governance System, 2019.

<https://www.investopedia.com/terms/m/market-based-corporate-governance.asp>. Pristup 8/1/2020 u 15:10.

primjeri tržišnih sistema korporativnog upravljanja koji nemaju nacionalne politike upravljanja koje preduzeća moraju slijediti, već se umjesto toga oslanjaju na zakone i propise o vrijednosnim papirima. Globalni trend u upravljanju usmjeren je ka sistemu "pridržavaj se ili objasni" u kojem se od preduzeća traži da se pridržavaju kodeksa upravljanja razvijenih na tržištima ili na tržišnoj razmjeni.<sup>84</sup>

### 2.2.2 Pravna infrastruktura

Pravna infrastruktura predstavlja eksterni mehanizam korporativnog upravljanja, odnosno mehanizam koji podrazumijeva smanjenje nesigurnosti učesnika na tržištu i stvaranju jasnih očekivanja o rezultatima djelovanja preduzeća. Svakako, prevelika i složena regulacija može dovesti do kočenja preduzetničkog poslovanja, kao i nemogućnosti uspostavljanja zadovoljavajućeg sistema korporativnog upravljanja, te ulagače usmjeriti u druge države, odnosno na nova tržišta.

Obzirom da svaka država ima zakone koji regulišu poslovanje, važno je da instituti koji ove zakone sprovode rade sinhronizovano i zajedno, kako bi zemlje u razvoju mogle što lakše usvojiti dobre prakse razvijenih zemalja. Kako su rast i razvoj preduzeća snažan podsticaj ekonomskom rastu svake zemlje, okvir korporativnog upravljanja treba biti fleksibilan i omogućiti djelovanje preduzeća u raznovrsnim okolnostima. Svakako, ipak, zakoni moraju spriječavati trgovanje na bazi povlašćenih informacija, netransparentnosti, zloupotrebe pozicija i drugih štetnih postupaka i prakse.<sup>85</sup>

Dakle, kvalitetno korporativno upravljanje u tržišnoj privredi zahtijeva obezbijedenje odgovarajućih i kvalitetnih pravnih normi, regulative i pravnih standarda, bez kojih nije moguće uspostaviti adekvatan poslovni ambijent u kojem bi akcionari, koji su uložili kapital u preduzeću mogli ravnopravno i uspješno ostvarivati interes i pravo.

U vremenu globalizacije, korporativno pravo predstavlja jednu od vodećih dilema nacionalnog sistema korporativnog upravljanja (ili njegov sastavni dio), a uslijed pojačane konkurencije na međunarodnim tržištima. Dovoljno intenzivna konkurencija u preduzeću omogućuje upravljanje i omogućava opstanak, obzirom da samo najkvalitetnije prakse mogu preživjeti na globalnom tržištu. Vjerovatno je da nacionalni sistemi korporativnog upravljanja kovergiraju tim konkurentnim uslovima sa težnjom da systemske razlike nestanu. Srodna pitanja o konkurentskoj prednosti i konvergenciji najbolje pravne infrastrukture i prakse pojavljuju se u raspravama u domaćim politikama i u mnogim razvijenim zemljama, ali i zemljama u razvoju. Zabrinutost zbog efekata poslovanjalokalnih preduzeća na međunarodnim tržištima skreće pažnju na alternativne prakse upravljanja utvrđene u međunarodnim uporednim prikazima: tj. ako je konkurentna prednost negdje drugdje, tada treba reformisati domaću praksu koja bi slijedila najbolju međunarodnu.

Opsežna istraživanja proučavaju ova pitanja, identifikujući i procjenjujući nacionalne razlike u upravljačkoj i finansijskoj praksi, industrijskoj organizaciji i korporativnim zakonima i zakonima o vrijednosnim papirima. Nažalost, iako su ti opisi postali obimniji, odgovori na krajnja pitanja koja se odnose na najvažnije elemente koji daju konkurentsku prednost preduzeću postaju teže razumljiva, pa predviđanja konvergencije postaju

---

<sup>84</sup> Ibidem.

<sup>85</sup> Tipurić, D.: Nadzorni odbor i korporativno upravljanje, Sinergija nakladništvo d.o.o., Zagreb, 2007., 79-80.

kvalifikovanija. Radne hipoteze su se brzo promijenile, više kao odgovor na spoljašnje događaje, nego na razvoj rasprava na ovu temu. Američki su istraživači početkom devedesetih godina prošlog vijeka istraživali japanske prakse upravljanja u cilju dobijanja smjernica za reformu domaćeg sistema upravljanja tržištem, i tada su smatrali da su iste u krizi koja se odnosila na produktivnost.<sup>86</sup>

Regulisanje korporativnog ponašanja i dalje postoji uprkos neoliberalizmu u mnogim razvijenim svjetskim jurisdikcijama, uključujući Veliku Britaniju. Brojni istraživači ovaj paradoks opisuju kao "*regulatorni kapitalizam*". Posebno treba napomenuti širenje korporativne regulative za upravljanje „društveno odgovornim“ ponašanjem u nedavnim zakonodavnim reformama u EU i Velikoj Britaniji. Pitanja i problemi o tome da li je zaista korporativna regulacija doista efektivan model upravljanja koji moderira korporativno ponašanje, iako se različiti dijelovi korporativne regulacije žele postići različitim ciljevima i nametati različite vrste obaveza, nude se različiti institucionalni prikazi korporativne regulacije, posebno u vezi s britanskim regulatornim kapitalizmom, koji je u kalupu liberalne tržišne ekonomije. Priroda i efikasnost korporativne regulacije presudno zavisi o prirodi „regulatornog kapitalizma“, i u vrsti ekonomskog poretka o kojem se raspravlja.<sup>87</sup>

Regulatorni kapitalizam, na primjer u Velikoj Britaniji karakterišu tri ključna načela koja odražavaju duh liberalne tržišne ekonomije. Vremenom su se otkrile praznine u postignućima ovih načela regulatornog kapitalizma, posebno u odnosu na društvena očekivanja od regulacije korporativnog ponašanja.

Nakon globalne finansijske krize 2007. do 2009., primjećuju se sve veća legalizacija pitanja u Evropskoj uniji i u Velikoj Britaniji, uokvireno u „*nove upravljačke*“ regulatorne tehnike. Oni obećavaju promjene u korporativnom ponašanju kroz dublje oblike korporativnog angažmana i odgovornosti.<sup>88</sup>

Raspravljajući o ključnim primjerima novih reformi korporativne regulacije u Evropskoj uniji, nastoji se razumjeti zašto se čini da nedavne reforme korporativnog upravljanja i njegovog regulisanja nude mješovita i, u nekim slučajevima, relativno ograničena dostignuća u upravljanju korporativnim ponašanjem. Institucionalni okvir korporativne regulacije i dalje može objasniti regulatorne slabosti i ograničena dostignuća, usprkos primjeni „novih upravljačkih“ regulatornih tehnika. To je zato što se „nove upravljačke“ regulatorne tehnike primjenjuju unutar okvira regulatornog kapitalizma koji ograničava njihov potencijal uvođenja. Međutim, ograničenja ovih regulatornih reformi oštrije naglašavaju institucionalne pomake koji su potrebni kako bi se efikasnost korporativne regulacije povezala sa ispunjenjem socijalnih očekivanja.<sup>89</sup>

Svrha pravila Evropske unije u ovom području je da:

- omogućuju osnivanje preduzeća i obavljanje poslova bilo gdje u Evropskoj uniji;

---

<sup>86</sup> See, W., Kester, C.: Governance, Contracting, and Investment Horizons: A Look at Japan and Germany, in Studies of International Corporate Finance and Governance Systems: A comparison of the US, Japan and Europe. 1997., 227, 227-228, 239-241.

<sup>87</sup> Chiu, I-H.Y.: An Institutional Theory of Corporate Regulation European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. University College London - Faculty of Laws, 400/2018.

<sup>88</sup> Bratton, W.W., McCahery, J.A.: Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference, Columbia Journal of transitional law, 1999., 234-256.

<sup>89</sup> Chiu, I-H.Y.: An Institutional Theory of Corporate Regulation European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. University College London - Faculty of Laws, 400/2018.

- pružaju zaštitu dioničarima i drugim stranama od posebnog interesa za preduzeća, poput zaposlenih i povjerioca;
- čine poslovanje u preduzećima dugoročno efikasnijim, konkurentnijim i održivim;
- podstiču preduzeća sa sjedištem u različitim zemljama Evropske unije na međusobnu saradnju.

Pravila o izvještavanju, reviziji i transparentnosti preduzeća iz Evropske unije nadopunjuju ovaj pravni okvir.

U pogledu izvještavanja i revizije preduzeća evropski regulatorni sistem definiše pravila i to:

I. Pravila EU o trgovačkim društvima koja pokrivaju pitanja poput formiranja, kapitala i zahtjeva za objavljivanjem i operacija (spajanja, podjele) preduzeća:

1. Veliki dio prava trgovačkih društava Evropske unije sada je kodifikovan u jednoj Direktivi - Direktivi 2017/1132 koja se odnosi na određene aspekte prava trgovačkih društava.

Direktiva 2019/1151 od 20. juna 2019. obuhvata odredbe o upotrebi digitalnih alata i procesa u pravu trgovačkih društava. Države članice moraju prenijeti ovu Direktivu do avgusta 2021. (s dužim rokom za neke posebne odredbe). Parlament i Vijeće usvojili su nova pravila o prekograničnom spajanju i odvajanju, kao i izmijenjena pravila o prekograničnim spajanjima, a uskoro će biti objavljena u Službenom listu Evropske unije. Ovaj novi skup pravila omogućiti će preduzećima korišćenje digitalnih alata u postupcima prava trgovačkih društava i restrukturiranje i prelazak prekogranične granice, istovremeno pružajući snažne zaštitne mjere protiv prevare i zaštititi dioničare. Te nove direktive revidiraju i dopunjuju Direktivu 2017/1132.

2. Direktivom 2012/17 / EU i Provedbenom uredbom Komisije (EU) 2015/884 utvrđena su pravila o sistemu međusobnog povezivanja poslovnih registara („BRIS“). BRIS djeluje od 8. juna 2017. Putem Evropskog portala e-Justice omogućuje elektronski pristup informacijama o preduzećima i dokumentima koji se čuvaju u poslovnim registrima država članica širom Evropske unije. BRIS takođe omogućuje poslovnim registrima da međusobno razmjenjuju obaviještenja o prekograničnom poslovanju i podružnicama.
3. Direktiva 2009/102 / EZ pruža okvir za osnivanje društava s jednom članicom.
4. Dva propisa definišu pravila o pravnim licima EU: Uredba 2157/2001 utvrđuje statut evropskog preduzeća (Societas Europea ili „SE“), a Uredba 2137/85 postavlja statut Evropskog interesnog interesnog okupljanja (EEIG).

II. Pravila zakona o trgovačkim društvima EU-a takođe se bave pitanjima korporativnog upravljanja, usredotočujući se na odnose između uprave preduzeća, upravnog odbora,

dioničara i ostalih akcionara, a samim tim i na načine na koji se preduzećem upravlja i kontroliše.<sup>90</sup>

Prava dioničara Direktiva 2007/36 / EZ određuje određena prava za dioničare u trgovačkim društvima koja kotiraju na berzi.

Ova je Direktiva izmijenjena Direktivom (EU) 2017/828 koja ima za cilj podstaknuti dugoročniji angažman dioničara.

Sprovedbena uredba Komisije za 2018. godinu (EU) 2018/1212 utvrđuje minimalne zahtjeve u pogledu identifikacije dioničara, prenosa informacija i olakšavanja ostvarivanja prava dioničara.<sup>91</sup>

Direktiva 2004/25 / EZ utvrđuje minimalne standarde uključujući vrijednosne papire kompanija EU.

III. Pitanja korporativnog upravljanja takođe su prepoznata kao važno područje na koje se treba usredotočiti u kontekstu sprovođenja Akcijskog plana Komisije za finansiranje održivog rasta, a posebno njegove Akcije 10.

IV. Na banke i investiciona preduzeća primjenjuju se posebna pravila o korporativnom upravljanju i naknadama. Cilj ovih pravila je suzbijanje prekomjernog preuzimanja rizika i na taj način pomoći u osiguravanju finansijske stabilnosti.

Pravila o korporativnom upravljanju i naknadama u bankama i sistemskim investicionim preduzećima mogu se naći u Direktivi o kapitalnim zahtjevima (Direktiva 2013/36 / EU izmijenjena Direktivom 2019/878 / EU) i Uredbi o kapitalnim zahtjevima (Uredba br. 575/2013 s izmjenama i dopunama Uredbom br. 2019/876).

Pravila o korporativnom upravljanju i naknadama u nesistemskim investicionim preduzećima mogu se naći u Direktivi o investicionim društvima (Direktiva 2019/2034) i Uredbi o investicionim društvima (Uredba 2019/2033).

Dakle, iako sistemska investiciona društva ostaju po bankarskim pravilima, nesistemska investiciona društva podliježu posebnom režimu. To je zato što je Komisija utvrdila da bonitetni okvir za banke nije dobro prilagođen poslovnom modelu tih investicionih društava.<sup>92</sup>

Svakako, sva navedena pravna infrastruktura, pa i ona koja važi na teritoriji Evropske unije ima zadatak da umanja nesigurnost tržišnih subjekata stvarajući jasna očekivanja o efektima djelovanja u investicionog i korporativnog okruženja. Pravni infrastruktura treba da bude umjerena vodeći računa da ne bude opterećena prevelikim i obimnim regulatornim normama i zakonima, kako ne bi došlo do zagušenja preduzetničkih inicijativa u određenoj državi.

---

<sup>90</sup> EC, Company Law and Corporate Governance: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/doing-business-eu/company-law-and-corporate-governance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/doing-business-eu/company-law-and-corporate-governance_en). Pristup 18/12/2019 u 18:10.

<sup>91</sup> Ibidem.

<sup>92</sup> EC, Company Law and Corporate Governance: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/doing-business-eu/company-law-and-corporate-governance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/doing-business-eu/company-law-and-corporate-governance_en). Pristup 18/12/2019 u 18:30.

### 2.2.3 Zaštita manjinskih dioničara

Zaštita manjinskih dioničara i konkurentski uslovi predstavljaju eksterne mehanizme korporativnog upravljanja.

Zaštita manjinskih akcionara povezuje se sa zakonima i regulativom koja treba osigurati zaštitu manjinskih dioničara, posebno onima s manjim brojem akcija, obzirom da su oni ugroženi od strane velikih akcionara koji će, putem „*tuneliranja*“ i drugih tehnika, pokušati iskoristiti svoj položaj, kako se često i dešava u velikim korporacijama u kojima su interesi malih i velikih akcionara dijametralno suprotni.

Konkurencija i izbor najboljeg modela korporativnog upravljanja utiče kako na mala, tako i na velika preduzeća. Kako bi se mogle nositi s konkurencijom tržište prisiljava preduzeća na primjenu korporativnog upravljanja koji će biti poslovno efikasniji i dugoročno održiviji. Isto tako, obzirom da će na tržištu napredovati samo ona preduzeća koja su vođena kvalitetnim menadžerima i kvalitetnom strukturom izgrađujući održivu konkurentsku prednost, tržište nameće da i loši i manje sposobni menadžeri u stvaranju konkurentске prednosti preduzeća budu zamijenjeni. U sistemima u kojima ne postoji konkurencija, biće izražena izuzetno velika vjerovatnoća postojanja neefikasnih menadžera i loših sistema korporativnog upravljanja.<sup>93</sup>

Većina akcionarskih društava u zemljama razvijene prakse u oblasti korporativnog upravljanja, osim osnivačkih i normativnih akata, posjeduju i dobrovoljne kodekse, tj. smjernice korporativnog upravljanja. Ovi kodeksi predstavljaju jednostavne i kratke izjave o principima na kojima se zasniva rad društva i one najčešće odražavaju želju nadzornih organa i menadžmenta da se poslovi društva obavljaju na principima poštenja, nepristrasnosti, zakonitosti i društveno odgovornog ponašanja.

Ovi kodeksi društva uglavnom obuhvataju niz tema, uključujući:

- Opšta pitanja u oblasti korporativnog upravljanja koji podrazumijevaju: kratkoročne i dugoročne ciljeve društva; odnose između akcionara i nadzornih odbora; odnose između nadzornih organa, generalnog direktora ili uprave društva; i odnose između akcionara koji imaju kontrolu sa manjinskim akcionarima.
- Dobru praksu odbora: koji podrazumijevaju definisanje: sastava i broja nezavisnih direktora; broj i structure raznih komisija; opšte poslovnu procedure društva; način određivanja naknada neizvršnim direktorima i sl;ž
- Dobru praksu uprave društva koja podrazumijeva: određivanje naknada izvršnim direktorima; kao i interakciju i odnose s nadzornim organima;
- Prava akcionara koja se odnosi: vezu organizovanja i održavanje i održavanje skupštine; zaštitu manjinskih akcionara; informisanje o transakcijama s drugim subjektima; i politiku određivanja i podijele dividende;
- Informacije o pitanjima transparentnosti i informisanosti, a podrazumijevaju: funkcije interne kontrole, kao i upravljanje rizikom; politike korišćenja konsultantskih i revizorskih usluga, kao i pravila rotacije eksternih revizora; te politiku i računovodstvene standard, sa njihovim objavljivanjem;

---

<sup>93</sup> Tipurić, D.: Nadzorni odbor i korporativno upravljanje, Sinergija nakladništvo d.o.o., Zagreb, 2007., 80-82.



- Odgovornosti društva prema subjektima koji su nosioci interesa, a uključuju: komunikaciju i odnose sa investitorima; i društvenu odgovornost društva, kao i odnose s javnošću.

Svakako, kodeksi društava se odobravaju od strane nadzornih organa i dostavljaju se akcionarima i investitorima društva, objavljuju se na web stranicama društva, i uvijek moraju biti u skladu sa pravnom regulativom i zakonodavstvom države, kao i sa njihovim osnivačkim i normativnim aktima, iako iste ne zamjenjuju.

## 2.2.4 Konkurentski uslovi

Na praksu i primjenu korporativnog upravljanja pozitivno utiče konkurencija i postojanje slobodnog tržišta, iz razloga što opstanak preduzeća prvenstveno zavisi od održive konkurentne prednosti.

Najbolji tržišni učesnici imaju uspjeha i ostvariće prosperitet preduzeća ako su vođeni kvalitetnim menadžerima i kvalitetnom upravljačkom strukturom.

S druge strane, loši menadžeri, uglavnom ne iskorišćavaju i rasipaju resurse koji postoje u preduzeću, i nisu sposobni graditi konkurentsku prednost i sposobnost preduzeća, kao i nedovoljno dobre forme organizacije upravljanja u preduzeću i zahtjevaju blagovremenu zamjenu boljim i efikasnijim, u suprotnom preduzeća vrlo brzo mogu gubiti tržišnu bitku.

Svakako, pritisak konkurenijih preduzeća u neposrednom okruženju odražava se i na praksu korporativnog upravljanja, a poznato je da u sistemima i poslovnim krugovima bez konkurencije, tj. u kojima postoji monopolski položaj ili posebna zaštita, postoji velika vjerovatnoća loše prakse korporativnog upravljanja sa izuzetno neefiksnim menadžerima. Dakle, konkurencija povoljno utiče na izbor najboljeg i najefikasnijeg sistema korporativnog upravljanja.

Preduzeće će prisvajati onaj model, kojim će ga tržište i okruženje prisiljavati, a to će uglavnom uvijek i biti onaj model korporativnog upravljanja koji je na najkvalitetniji način povezan s poslovnom efikasnošću.<sup>94</sup>

Jedna od bitnih elemenata koja je povezana sa konkurentnošću jeste obaveza lojalnosti menadžmenta društva u sistemu korporativnog upravljanja i njegovu djelotvornu implementaciju, kao i sistem praćenja transakcija s povezanim subjektima, te utvrđivanje politike naknade menadžmenta. Ova obaveza zahtijeva da članovi nadzornih organa obavljaju ovlaštenja u interesu društva kao cjeline, a to znači da članovi nadzornih organa ne smiju dozvoliti da njihovi lični preovladaju nad interesom društva. Tako, na primjer obaveze lojalnosti obično zabranjuju da članovi nadzornih odbora: učestvuju u radu konkurentskih društava; stupaju u transakcije s društvom prije objelodavanja transakcija i dobijanja odobrenje od strane nadzornih organa ili skupštine akcionara; koriste imovinu i sredstva društva u ličnom interesu; objavljuju povjerljive i nejavne informacije; ili koriste poslovnu mogućnost i informacije društva za lični interes, korist, dobitak ili lični profit.

---

<sup>94</sup> Babić, M., Simić, M., Šunje A., Puljić, M.: Korporativno upravljanje, principi i mehanizmi, Revicon, 2008., 105.

## 2.3 Važnost unutrašnjih mehanizama u odnosu na spoljašnje mehanizme

Istraživanja pokazuju da gotovo nema informacija o mehanizmima spoljašnjeg upravljanja. Međutim, ovo ne znači da ne postoje neke uloge ovih mehanizama u upravljanju preduzećima, ali svakako pokazuje važnosti unutrašnjeg u odnosu na spoljašnje korporativno upravljanje.

Aktivnosti koju izvršavaju spoljašnji mehanizmi upravljanja neefikasna su zbog velike ne transparentnosti.<sup>95</sup>

Informaciona asimetrija je sveprisutna, pa banke, mogu predstavljati primjer netransparentnijeg poslovanja u poređenju sa ostalim preduzećima i uticati na odnose između menadžmenta i upravnog odbora.<sup>96</sup>

Informaciona asimetrija utječe na odnos između tih "unutrašnjih" menadžera i dioničara. Slično tome, može uticati na odnos između učesnika i ostalih partnera tj. povjerenika, akcionara i regulatornih organa. Ostale karakteristike mogu objasniti prevladavanje unutrašnjih mehanizama izvještavanja prema spoljašnjim mehanizmima, na primjer:

- konkurencija na tržištu usluga je mala, s obzirom da menadžeri uspostavljaju prepreke pristupu informacijama potrebnim razvijanjem mreža odnosa sa svojim kupcima;<sup>97</sup>
- konkurencija među preduzećima je ograničena udjelom države koja ima značajne udjele u kapitalu tih banaka ili preduzeća i važnim udjelom članova porodica koji takođe mogu spriječavati ulazak novih konkurenata. Stoga bi strani investitori bili manje voljni takmičiti se s lokalnim bankama ili preduzećima;<sup>98</sup>
- efikasnija tržišta dionica takođe je destabilizovana prisutnošću propisa i velikom zaduženošću banaka.<sup>99</sup>

## 3 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U CRNOJ GORI

### 3.1 Struktura korporativnog upravljanja u Crnoj Gori

Funkcije korporativnog upravljanja svugdje u svijetu danas zahtjevaju dodatno ispitivanje i istraživanje. Stručnjaci u oblasti korporativnog upravljanja ne vjeruju da će isti model korporativnog upravljanja biti primjeren svim razvijenim, ali ni zemljama u tranziciji. Istorijske, kulturne, ekonomske i političke stvarnosti snažno utiču na ovu usklađenost.

---

<sup>95</sup> Macey, J.R., O'Hara, M.: The Corporate Governance of Banks. Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, Special Issue, Vol 9, N°1, Avril, 2003.

<sup>96</sup> Louizi, G.: Impact du conseil d'administration sur la performance des banques tunisiennes. XVème conférence internationale de management stratégique, Annecy/Genève 13-16 Juin 2006.

<sup>97</sup> Levine, R.: The corporate governance of banks. A concise discussion of concepts and evidence. World Bank Policy Research Working Paper, n° 3404, September 2004.

<sup>98</sup> Caprio, G. Jr., Levine, R.: Corporate governance of banks: Concepts and international observations. Global Corporate Governance Forum 1818 H Street, NW, Washington DC, 20433 USA, 2003.

<sup>99</sup> Adams, R., Mehran, H.: Is corporate governance different for Bank Holding Companies? FRBNY Economic Policy Review / April 2003., 123-142.

Uprkos toj činjenici, različiti će modeli zasigurno imati mnogo zajedničkih karakteristika i vrijedi ih identifikovati.<sup>100</sup>

Skromna nagomilana iskustva s upravljačkim praksama u zemljama u tranziciji Srednje i Istočne Evrope i njihovim analizama mogu identifikovati glavne pravce budućeg razvoja modela korporativnog upravljanja u Crnoj Gori i u dijelu Evrope, kojoj i Crna Gora pripada.

Analiza koja je sprovedena u ovom radu pokazuje da se dalje trebaju razvijati modeli upravljanja dionicima koji neće poreći središnju ulogu interesa vlasnika u korporativnom upravljanju. S druge strane, interesi vlasnika ne bi trebali biti jedini koji su ugrađeni u proces korporativnog upravljanja.

Funkcije korporativnog upravljanja moraju se početi posmatrati izvan okvira koji podrazumijeva samo stvaranje bogatstva dioničara. Industrije koje se baziraju na znanju zahtijevaju visoko obrazovane zaposlene koji mnogo ulažu i rizikuju pružanjem svog stručnog znanja. Njihova naknada treba biti dovoljno visoka da su u stanju prihvatiti promjenjive platne sisteme povezane s finansijskim rezultatima preduzeća i stoga predstavljati najvažniju grupu stakeholdera, koji osim vlasnika, imaju pravo učestvovati u korporativnom upravljanju. Na bazi toga mora biti razvijen sistem korporativnog upravljanja koje štiti zaposlene. Dominantna moć u korporativnom upravljanju mora se uravnotežiti u skladu s stepenom rizika koji preuzimaju pojedini stakeholderi. Vjeruje se da će ulagači u preduzeću biti oni koji će najveći rizik i dalje nositi u dužem vremenskom razdoblju, kako u zemljama u razvoju, tako i u zemljama u tranziciji, obzirom da je u ovim zemljama domaći kapital predstavlja vrlo oskudan resurs. Strukturama privrede u Crnoj Gori je takva da u njoj nedominira visokotehnološka industrija, pa samim tim ni mnoštvo visoko kvalifikovanih radnika.

Ostale grupe stakeholdera u Crnoj Gori i u drugim zemljama u tranziciji iz neposrednog okruženja nemaju iste karakteristike. Stoga bi njihovi interesi trebali usmjeriti preduzeće posredno kroz vladine propise ili barem kodekse korporativnog upravljanja. Vlada ima istaknutu ekonomsku ulogu, ali to ne znači da bi trebala biti direktno zastupljena u korporativnom upravljanju. Naprotiv, trebao bi što prije napustiti svoju prisutnost u preduzećima u Crnoj Gori.

Menadžeri su odgovorni za uravnoteženje interesa stakeholders-a, i kao i u drugim zemljama u tranziciji, tako i u Crnoj Gori oni će zadržati najmoćniju ulogu u preduzećima. Međutim, u promovisanju sopstvenih interesa menadžeri se moraju ograničiti zahtjevima sa zadovoljavajućim koristima stvorenim i za sve ostale stakeholderse, ne zanemarujući njihove interese.

U Crnoj Gori, u oblasti korporativnog upravljanja je neophodno formirati različite nadzorne odbore, koji bi trebali biti zaokupljeni strateškim ciljevima i strategijama preduzeća i strukturisati sastanke oko ovih pitanja, te zahtijevati da ih uprava obavijesti o najvažnijim strateškim predlozima. Nadzorni odbori bi trebali slušati menadžere, ali istovremeno i ispitivati pretpostavke i dokaze, odobravajući zdrave predloge, te sugerisati alternative kada postanu uvjereni da su isti potrebni. Nadzorni odbori trebali bi preuzeti svoj dio odgovornosti za strategiju preduzeća i njegovo sprovođenje. Zbog toga nadzorni

---

<sup>100</sup> Pučko, D.: Corporate governance in European transition economies: emerging models, management, Vol. 10, 1, 2005, 1-21.

odbori moraju vršiti ocjene rada menadžmenta, te instalirati efikasne mjere za praćenje i ocjenu primjene korporativne strategije u preduzeću.

Ipak, nadzorni odbor ne treba samo da se bavi nadziranjem i kontrolom periodičnih finansijskih izvještaja i izvještaja o poslovanju uprave preduzeća. Nadzorni odbori bi trebali uspostaviti, ako je potrebno, poboljšanje kvaliteta odlučivanja raznih odbora, uključujući odbor za strateško planiranje, revizioni odbor, odbor za korporativne sukobe, odbor za kadrove i naknade, odbor za upravljanje rizikom i etički odbor.<sup>101</sup>

Određivanje šema nagrađivanja članova uprave važan je zadatak nadzornog odbora. Nagrade se ne bi trebale bazirati uglavnom na fiksnim platama, već bi trebale biti povezane s izvanrednim rezultatima preduzeća, a ne s varijablama koje nisu pod kontrolom uprave. Nadzorni odbori moraju biti odgovorni za angažovanje i otpuštanje upravnih odbora preduzeća, očekujući da će odbor tim zadacima postupiti odgovorno poštujući visoke etičke standarde.

Za razvoj funkcije korporativnog upravljanja u Crnoj Gori neophodan je nezavisan položaj predsjednika nadzornog odbora preduzeća koji bi bio prvenstveno odgovoran interesnim grupama. Da bi se razvio takav nezavisan položaj, bilo bi potrebno razmotriti mogućnost da predsjednici u većim preduzećima u Crnoj Gori (posebno ako je struktura vlasništva preduzeća raspodijeljena) postanu profesionalci u potpunosti plaćeni od strane preduzeća za obavljanje zahtjevnijih poslova.

### **3.2 Osnovni model korporativnog upravljanja u Crnoj Gori**

Pitanje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori je postalo aktuelni problem u procesu privatizacije posljednjih dvadesetak godina, tj. vrijeme kada je postavljano pitanje organizacionih struktura i postupaka vršenja nadzora nad menadžmentom privatizovanih preduzeća. Time se sticao utisak da problemi koji se srijeću u radu akcionarskih društava u pogledu razdvajanja vlasništva od menadžmenta, da akcionarska društva, kao i nadzor i upravljanje nad istima nisu postojali u prošlosti.

Kako je pojam korporativnog upravljanja je nastao s problemima vezanim za rad akcionarska društva u Velikoj Britaniji tokom osamnaestog vijeka, a u Crnoj Gori, je proces stvaranja kulture u oblasti rada akcionarstva otpočet krajem devetnaestog vijeka, kao i u ostalim zemljama u okruženju, i prekinut nakon Drugog svjetskog rata uvođenjem državne i društvene svojine.

Međutim, stručnjaci i istraživači korporativnog upravljanja u crnogorskim preduzećima uglavnom su saglasni da se Crna Gora ne može pohvaliti dugogodišnjom tradicijom, kulturom i praksom rada akcionarskih društava.

Prateći prednosti i nedostatke različitih modela korporativnog upravljanja, vrlo je rizično nedvosmileno preporučiti Crnoj Gori i drugim zemljama u tranzicionoj privredi određeni

---

<sup>101</sup> Pučko, D.: Corporate governance in european transition economies: emerging models, management, Vol. 10, 1, 2005, 1-21.

model. Jedan broj autora bazira i preporučuje germansko-japanski model, koji podrazumijeva kulturno i istorijsko nasleđe i strukturu privrede zemalja u tranziciji.<sup>102</sup>

Obzirom da zemlje u tranziciji teže harmonizaciji regulative sa onom koja postoji na području Evropske unije, ne bi trebalo pridavati veliki značaj utvrđenim i naslijeđenim zakonskim okvirima. Svakako, struktura i koncentracija vlasništva u preduzećima uslovljava razne reforme zakonodavstva u oblasti korporativnog upravljanja, pa u privredama u kojima dominantno vlada disperzija vlasništva i kontrola nad preduzećima, najvažniji zadatak zakonodavnih normi u oblasti korporativnog upravljanja predstavlja zaštitu prava vlasnika, akcionara i njihova kontrola nad menadžmentom.

S druge strane, zakoni u oblasti korporativnog upravljanja koji vladaju u privredama koje karakteriše koncentracija vlasničke strukture bave se minimizacijom agencijskih problema, koji postoje između većinskih i manjinskih akcionara, a zatim i između vlasnika i kreditora.

Obzirom da korporativno upravljanje u različitim zemljama ima specifičnosti koje su uslovljene velikim brojem faktora, zakonodavstvo države uspostavlja model i regulativu koja definiše ovo područje, a odgovara strukturi i karakteristikama privrede, kao i strategiji budućeg privrednog razvoja i tržištu kapitala.<sup>103</sup>

Kako germanski ili kontinentalni model korporativnog upravljanja podrazumijeva grupisanu strukturu vlasništva koji je nastaje kao posljedica procesa privatizacije, i uglavnom uspješno funkcioniše u zemljama Zapadne Evrope, na slabo regulisanim finansijskim tržištima zemalja u tranziciji, ovaj model iskazuje određeni broj nedostataka, obzirom da regulativa tranzicionih zemalja još nije reformisana, i zahtijeva ispravljanje anomalija koje su naslijeđene u prethodnim periodima, a koja pospješuje razvoj tržišta kapitala, što do sada u Crnoj Gori, kao ni u drugim zemljama tranzicije nije pokazao najbolje rezultate.<sup>104</sup>

Činjenica je dakle, da ni jedan od prethodno definisanih modela korporativnog upravljanja ne može biti direktno prepisan i primijenjen u nekoj zemlji ako nije prilagođen njenim privrednim i drugim specifičnostima.

Kako je funkcionisanje i primjena određenog modela korporativnog upravljanja u praksi u Crnoj Gori uticalo mnogo faktora, u kojoj je uglavnom opšteprihvaćen anglo-saksonski model korporativnog upravljanja, ipak ga čine specifičnim. Nakon disperzije koja je vladala na početku primjene akcionarstva u Crnoj Gori, ovaj model je nastao primjenom privatizacije, koja uglavnom i karakteriše anglo-saksonski model, da bi se kasnije desilo znatnije ukupnjavanje vlasništva, koje inače karakteriše njemački, tj. kontinentalni model korporativnog upravljanja.

Premda je u Crnoj Gori usvojen anglo-saksonski model, akcionarska društva izvore finansiranja nalaze iz finansijskih institucija, a ne na tržištu kapitala, jer isto nije dovoljno razvijeno. Dakle, iz razloga nerazvijenosti crnogorske akcionarske kulture, kao ni institucionalnog i pravnog okvira nedovoljno je razvijena i pravna zaštita akcionara. Zbog

---

<sup>102</sup> Gray, C., Hanson, R.: Corporate Governance in Central and Eastern Europe: Lessons from Advanced Market Economies, Policy Research Department, World Bank, 1993.

<sup>103</sup> Martynova, M., Renneboog, L.: A Corporate Governance Index: Convergence and Diversity of National Corporate Governance Regulations, Tilburg University, European Corporate Governance Institute, 7, 2010.

<sup>104</sup> Vučković, V., Vušković, S., Razvoj korporativnog upravljanja u tranzicionim zemljama Evrope, Megatrend revija, Vol. 13, № 2, 2016., 37-58.

težih uslova u kojima se u vrijeme sprovođenja privatizacije nalazila Crna Gora, model korporativnog upravljanja se razvijao paralelno sa procesom privatizacije.

Međutim, očigledno je da je u Crnoj Gori, od samog početka tj. od procesa samostalnog regulisanja kompanijskog prava i rješavanja problema korporativnog upravljanja postojala očigledna namjera usklađivanja modela korporativnog upravljanja sa dostignutim standardima razvijenih zemalja, kao i sa pravom Evropske unije.<sup>105</sup>

Svakako, uočive su dvije grupe elemenata koji su usporili donošenje mekog prava i ograničili njegovu primjenu u crnogorskoj praksi. Prva grupa se odnosi na sveukupan ambijent i uslove u kojima se razvijao crnogorski model korporativnog upravljanja, u odnosu na onaj u drugim zemljama tranzicije i to:

- nedovoljnost razumijevanja važnosti postojanja pravilne prakse korporativnog upravljanja;
- izraženi problemi korporativnog upravljanja privatizovanih preduzeća;
- nerazvijenost crnogorskog kompanijskog prava;
- značajni problemi implementacije imperativnih normi;
- nerazvijenost profesionalnosti crnogorskog menadžmenta akcionarskih društava i sl.

### **3.2.1 Nacionalni kodeks korporativnog upravljanja**

Određeni problemi u oblasti korporativnog upravljanja u Crnoj Gori odnose se na nepostojanje direktne zainteresovanosti za donošenje mekog prava koje se na ovu problematiku odnose. Ovo posebno, što kompanijski zakoni u Crnoj Gori nisu obavezno primjenjivi na akcionarska društva usvajanjem kodeksa korporativnog upravljanja. Sa druge strane, odlukama državnih organa u Crnoj Gori, nisu formirana posebna tijela (ili posebne stručne grupe) koje bi radile na realizaciji nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja, kao što je rađeno u većem broju evropskih zemalja. Osim svega navedenog, činjenica je da akcionarska društva u Crnoj Gori nisu prepoznala važnost mekog prava u postupku unapređenja i implementacije sistema korporativnog upravljanja.

Očigledno je da postoji protivrječnosti usvojenog modela korporativnog upravljanja i prakse funkcionisanja crnogorskih akcionarskih društava, obzirom da se institut korporativnog upravljanja javio s početkom procesa privatizacije. Procesom privatizacije u Crnoj Gori otvoreni su problemi korporativnog upravljanja, jer je privatizacionim zakonima uglavnom definisana vlasnička struktura privatizovanih društava, koji je uticao na izbor modela korporativnog upravljanja.

Model korporativnog upravljanja u Crnoj Gori je zasnovan u osnovi na anglo-saksonskom sistemu korporativnog upravljanja, koji se u osnovi bazira na efikasnoj zaštiti manjinskih akcionara, vrlo razvijenom tržištu kapitala i postojanju kontinuiranog objavljivanja

---

<sup>105</sup> Jocović, M.: Sistem korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, Montenegrin journal of economics No 64 1, Vol. VII, 2011., 63-71.

informacija o finansijskom i pravnom položaju preduzeća, na način da nosioci materijalnih interesa u skladu sa tim informacijama mogu donositi odluke, iako svi ovi uslovi nisu zadovoljeni u crnogorskoj ekonomiji.

Međutim, na osnovu detaljne analize crnogorskog korporativnog upravljanja, a posebno u uslovima koji podrazumijevaju trend ukрупnjavanja vlasništva karakterističnog za sve zemlje u tranziciji, dovodi se u pitanje izbor ovog modela, a posebno što se u zakonodavstvu i uporednoj pravnoj praksi često brišu granice između modela korporativnog upravljanja i dolazi do njihove konvergencije tih modela. Ovo praktično znači da kompanijski zakoni omogućuju akcionarskim društvima da samostalno izaberu model korporativnog upravljanja, pa se i generiše treći tzv. mješoviti ili kombinovani model koji je prihvaćen i u Statutu Evropske kompanije,<sup>106</sup> a kojeg preporučuju dokumenti Evropske unije kojeg usvaja sve veći broj zemalja Evropske unije i svijeta, kao i zemlje neposrednog okruženja.<sup>107</sup>

Iako crnogorski sistem korporativnog upravljanja i korporativne kulture nije dovoljno razvijen, Vlada Crne Gore se obavezala da u odgovoru na Upitniku Evropske unije, a u cilju pripreme Mišljenja o zahtjevu Crne Gore za članstvo u oblasti prava rada privrednih društava, predano radi na unapređenju istog postepenim poboljšanjem poslovnog ambijenta, radom na sazrijevanju svijesti o značaju i važnosti korporativnog upravljanja, modernizacijom i harmonizacijom kompanijskog prava i zakonodavstva uvođenjem novih pravnih instituta i reformom postojećih rješenja.

### **3.3 Osnovni principi korporativnog upravljanja u Crnoj Gori**

Osnovni principi korporativnog upravljanja u Crnoj Gori trebali bi ispunjavati one koji su definisani od strane OECD 2004. godine<sup>108</sup> i koji ispunjavaju uslove navedene u nastavku.

- Obzirom da je izvršni odbor izvršni organ preduzeća onaj koji njime upravlja i predstavlja ga u svakodnevnim aktivnostima i poslovanju, on treba da obezbijedi efikasnost, sposobnost preduzeća i njegovog menadžmenta da donosi odluke i bude orijentisan u smjeru stvaranja profita, neophodno je takođe vrlo precizno definisati obaveze izvršnog odbora.
- Sastav članova izvršnog odbora, kao i uslovi za postajanjem člana izvršnog odbora trebao bi obezbijedi dovoljno kritičkog i nezavisnog stava procjene i donošenja odluka.
- Pri sačinjavanju izvršnog odbora, neophodno je voditi računa da svi članovi izvršnog odbora imaju adekvatno obrazovanje i radno iskustvo, propisujući prethodno vrlo precizno kriterijume imenovanja sa popisom neophodnih vještina, obrazovanja, radnim iskustvom i drugim kriterijumima imenovanja.<sup>109</sup>

---

<sup>106</sup> Council regulation EC, No 2157/2001, čl. 38-51.

<sup>107</sup> Jocović, M.: Sistem korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, Montenegrin journal of economics No 64 1, Vol. VII, 2011., 63-71.

<sup>108</sup> OECD: Principi korporativnog upravljanja, 2004., <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34625094.pdf>.

<sup>109</sup> OECD: Principi korporativnog upravljanja, 2004., <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34625094.pdf>.

- Na web site-u preduzeća trebale bi biti postavljene sve informacije o članovima izvršnog odbora sa: imenom i prezimenom, godinom rođenja, obrazovanju, mandatima, pozicijom i opisom profesionalnog iskustva (bar za posljednje 3 godine), broj akcija koje član posjeduje član, kao i druge informacije o pozicijama u drugim društvima i sl.
- Kao uslov uspješnosti ispunjavanja obaveza, članovi izvršnog odbora trebaju biti blagovremeno informisani o aktivnostima preduzeća i imati za to dovoljno vremena na raspolaganju, a izvršni odbor mora imati mogućnosti pružanja objektivne procjene o aktivnostima preduzeća.
- Nije preporučivo da isti član bude članom izvršnog odbora više od uzastopna četiri mandata u nizu i izbjegavati mogućnost koncentracije moći u rukama jednog ili više lica usljed dugoročnog angažmana istih u preduzeću.
- Kod plaćanje članova izvršnog odbora treba za sve članove izvršnog odbora utvrditi odgovarajuću pravičnu naknadu na transparentan način, dok nadzorni odbor preduzeća treba da odredi iznos naknade u skladu sa politikama određivanja naknada u preduzeću po redovnoj osnovi.
- Kod procjenjivanja naknada članova izvršnog odbora, kao i kod određivanja varijabilnog dijela određuje se način povezivanja po prethodno definisanim dugoročnim i kratkoročnim ciljevima usklađujući interese članova izvršnog odbora sa dugoročnim poboljšanjem rezultata i razvoja preduzeća, uslovljenog poslovnim rezultatima preduzeća cijenama akcija i drugih važnijih dešavanja u preduzeću.
- Kod procjenjivanja naknada članova izvršnog odbora Nadzorni odbor preduzeća treba da postupa usklađeno sa politikom određivanja naknada koje je prethodno usvojeno na nivou preduzeća. Pri procjeni rada članova izvršnog odbora Nadzorni odbor trebe takođe imati u vidu kvaliteta obavljanja radnih zadataka članova izvršnog odbora, njihove finansijske pozicije i druge parameter koji su značajni u procjeni rada članova izvršnog odbora, a u slučaju kada neki član a ukoliko neki član izvršnog odbora dobija mogućnost koje mu daju članu prava sticanja akcija preduzeća kao naknadu, preduzeće se uglavnom ponaša na način da poštuje uslove za izdavanje opcija propisane pravilima i normama na berzi.
- Kod objavljivanja iznosa naknada članovima izvršnog odbora preduzeća neophodno je takođe imati u vidu informacije o naknadama iz prethodnih godina, a posebno što te informacije mogu omogućiti investitorima u procjeni politike nagrađivanja članova izvršnog odbora u dugoročnom periodu, kako bi mogli povezati faktore razvoja preduzeća sa radom na izmjeni politike nagrađivanja u preduzeću.<sup>110</sup>

---

<sup>110</sup> Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore: Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori Podgorica, [http://www.scmn.me/images/files/publikacije/3\\_Unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-Crnoj-Gori.pdf](http://www.scmn.me/images/files/publikacije/3_Unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-Crnoj-Gori.pdf), jun 2009., 6-7.



### **3.4 Problemi korporativnog upravljanja u Crnoj Gori**

Posljednjih godina, iako se sporo napreduje u tom smjeru, u okviru zemalja tranzicione privrede Evrope, države, među kojima i Crna Gora ulažu velike napore ka poboljšanju i efikasnosti korporativnog upravljanja, usklađenim sa sugestijama i principima OECD, kao i regulativnom politikom Evropske unije.

Finansijska kriza koja se desila početkom ovog vijeka rezultirala je stagnacijom procesa i razotkrila dodatne propuste i probleme u okviru korporativnog upravljanja, pa i u Crnoj Gori.

Nastavak procesa usklađivanja i rješavanja problema i u Crnoj Gori neophodno je razvijati u nekoliko pravaca, a prije svega je potrebno pospiješivati razvoj finansijskih tržišta koja treba da omoguće efikasnu mobilizaciju i alokaciju resursa čime bi postali mehanizam kontrole uspješnosti poslovanja menadžmenta.<sup>111</sup>

Pravna i institucionalna regulative treba svakako da omogućiti jednaki i ravnopravan odnos svih akcionara, te aktivan pristup saradnji sa svim stejkholderima akcionarskih društava, pri čemu transparentnost informacija koje se odnose na poslovanje preduzeća predstavlja nužnost tog procesa.

Zaključak je da je neophodno definisati i ispuniti zahtjeve se objavljivanje finansijskih izvještaja i informacija o operativnom poslovanju, te informacije o strukturi, ciljevima, vlasništvu, faktorima rizika, odgovornostima i načinima utvrđivanja naknada i nagrađivanja menadžmenta, članova rukovodstva i sl.

Osnovni agencijski problem u preduzećima u Crnoj Gori s visokom koncentracijom vlasništva nastaje između većinskih i manjinskih akcionara, dok u naglašenoj disperziji vlasništva isplivaju najčešće konflikti između vlasnika i menadžera. Ovo se uglavnom dešava iz razloga što većinski vlasnici u preduzećima u Crnoj Gori imaju podsticaj da obavljaju direktan nadzor i upravljanje koji podrazumijeva da ne postoje transakcioni troškovi kontrole menadžmenta, kao ni asimetrija informacija.

Kako ne posjeduju dovoljan broj glasova, manjinski akcionari u Crnoj Gori nemaju presudan uticaj na odluke u preduzeću, u odnosu na vlasnike. Zato je informaciona asimetrija između menadžmenta i vlasništva u Crnoj Gori uobičajeni i najveći razlog sukoba u preduzećima sa većem brojem vlasnika koji vrše nadzor nad radom menadžmenta.

#### **3.4.1 Zakonska ograničenja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori**

Istraživanje zakonskih ograničenja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori zahtijeva analizu normativnog sistema korporativnog upravljanja, analizu pravnog okvira za poslovanje preduzeća u Crnoj Gori, kao i definisanje predloga sa unapređenje pravne regulative u skladu sa principima OECD i direktivama Evropske unije u oblasti kompanijskog prava.

---

<sup>111</sup> Vučković, V., Vušković, S., Razvoj korporativnog upravljanja u tranzicionim zemljama Evrope, Megatrend revija, Vol. 13, № 2, 2016., 37-58.

Analizom koje je sprovedla Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore u toku 2009. godine<sup>112</sup> ista je obuhvatila propise koji su direktno odnose na sistem korporativnog upravljanja i funkcionisanje tržišta kapitala i hartije od vrijednosti u Crnoj Gori.

Iako propisi nisu u direktnoj vezi za sistem korporativnog upravljanja i funkcionisanje tržišta kapitala u Crnoj Gori, ali na njega mogu u znatnoj mjeri uticati.

Poseban dio analize ovog spovedenog istraživanja odnosio se na odredbe propisa koje regulišu prava svojine, kao i njihovu zaštitu, te efikasnost institucionalnih rješenja koji se uređuju istim propisima. Analiza obuhvata i dio koji istražuje i prati rad institucija koje direktno ili indirektno regulišu mehanizme korporativnog upravljanja i funkcionisanje tržišta kapitala crnogorskih preduzeća.

Analizom je utvrđeno koja zakonska i institucionalna rješenja čine bazu sistema korporativnog upravljanja u Crnoj Gori.

Rezultati su dobijeni analizom stepena usklađenosti postojećih zakonskih rješenja i regulatornih normi koja su primjenljiva na crnogorska preduzeća povezani sa korporativnim upravljanjem sa relevantnim međunarodnim standardima, analizom efikasnosti postojećih rješenja, problema i prakse u implementaciji postojećih propisa i zakona.

Analiza tih zakonskih rješenja bavi se istraživanjem njihove usaglašenosti sa izborom i strategijskim opredjeljenjem Crne Gore da radi u razvijanju pravnog i institucionalnog ambijenta povoljnog razvoju biznisa i usmjerenog na zaštitu prava svojine, kao i sa aspekta međusobne usaglašenosti zakonskih propisa koji definišu okvire korporativnog upravljanja.

Izveštajima i preporukama su prezentovane mjere za poboljšanje efikasnosti analiziranih zakonskih i institucionalnih rješenja koje su usklađene sa relevantnim međunarodnim standardima i praksom. Komisija za hartije od vrijednosti je predstavila rezultate analize zakona koji direktno regulišu oblast korporativnog upravljanja i poslovanje crnogorskih preduzeća na tržištu kapitala, tj. Zakona o hartijama od vrijednosti i njegove usklađenosti sa principima IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*): analizu Zakona o privrednim društvima koja se bavi stepenom njegove usaglašenosti sa principima OECD koji se odnose na korporativno upravljanje; te analizu Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima<sup>113</sup> i Zakona o investicionim fondovima.<sup>114</sup>

Analizirajući Zakon o preuzimanju akcionarskih društava<sup>115</sup> Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore dala je komparativni pregled regulative koja se bavi oblašću korporativnog upravljanja u zemljama Evropske unije.

---

<sup>112</sup> Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore: Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori Podgorica, [http://www.scmn.me/images/files/publikacije/3\\_Unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-Crnoj-Gori.pdf](http://www.scmn.me/images/files/publikacije/3_Unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-Crnoj-Gori.pdf), jun 2009., 27-28.

<sup>113</sup> <http://www.scmn.me/images/files/Zakoni-i-uredbe/Zakon-o-dobrovoljnim-penzionim-fondovima.pdf>.  
Pristup 19/12/2019 u 19:00.

<sup>114</sup> <http://zakoni.skupstina.me/zakoni/web/dokumenta/zakoni-i-drugi-akti/345/1633-10237-09-3-17-2.pdf>.  
Pristup 19/12/2019 u 19:30.

<sup>115</sup> <http://www.privrednakomora.me/multimedija/privredne-djelatnosti/zakon-o-preuzimanju-akcionarskih-drustava>.  
Pristup 19/12/2019 u 19:25.

Pored zakona koji se direktno bave regulatornim okvirima korporativnog upravljanja u crnogorskim preduzećima, analizirana su zakonska rješenja koja se indirektno odnose na efikasnost upravljanja akcionarskim društvima i to: Zakon o izvršnom postupku,<sup>116</sup> Zakon o parničnom postupku,<sup>117</sup> poreski zakoni,<sup>118</sup> Zakon o bankama.<sup>119</sup>

Institucije koje direktno ili indirektno mogu uticati na efikasnost sistema korporativnog upravljanja crnogorskih preduzeća su: Komisija za hartije od vrijednosti, berze i Centralna depozitarna Agencija.

Strateška opredijeljenost Crne Gore ka radu na razvoju povoljnog biznis ambijenta, kao i zaštiti svojinskih prava u okvirima institucionalnog i zakonodavnog prava korporativnog upravljanja u Crnoj Gori podrazumijeva usklađivanje propisa koji regulišu i štite svojinska prava

Pomenuti zakonski i institucionalni mehanizmi vrlo precizno definišu i uređuju oblast korporativnog upravljanja crnogorskih preduzeća na visokom nivou, usklađujući ih sa međunarodnim standardima i praksom razvijenih zemalja, iako još uvijek predstoje mogućnosti za poboljšanja, a u okviru svakog od pomenutih propisa definisane su detaljne preporuke kako u propisima, tako i u radu institucija.<sup>120</sup>

### 3.4.2 Agencijski problem kao potencijalni problem

U ovom radu predstavljeni su najvažniji i najčešći modeli korporativnog upravljanja koji se koriste, kako u visoko razvijenim zemljama, tako i oni koji se najčeće koriste u zemljama sa tranzicionom ekonomijom. Međutim, u Crnoj Gori su u korporativnom upravljanju očigledni kako agencijski, tako i problem u pogledu vrlo izražene korupcije.

U poslednjih nekoliko godina u Crnoj Gori je izbilo nekoliko važnijih skandala direktno vezanih za timove direktora i njihova ovlašćena i odgovornosti, što utiče na porast problema u odnosima između borda direktora i akcionara.

Zbog pozicije koju u preduzeću ima upravni odbor, on se često nalazi u poziciji da se u preduzećima nađe da često djeluje u ostvarenju sopstvenih, a na štetu interesa akcionara i preduzeća u cjelini, stvarajući tako takozvane agencijske ili *principal – agent probleme*<sup>121</sup> koji proizilaze iz odnosa borda direktora i stakeholdersa. Najveći problem nastaje u momentu kada akcionari ne dobijaju informacija koje su im neophodne kako bi mogli nadgledati rad menadžmenta.

---

<sup>116</sup> <https://www.yumpu.com/xx/document/view/40052530/zakon-o-izvrsnom-postupku-sudovi-crne-gore>. Pristup 19/12/2019 u 19:28.

<sup>117</sup> <https://www.paragraf.me/propisi-crnegore/zakon-o-parnicnom-postupku.html>. Pristup 19/12/2019 u 19:32.

<sup>118</sup> <http://www.poreskauprava.gov.me/biblioteka/zakoni>. Pristup 19/12/2019 u 19:35.

<sup>119</sup> <https://www.cbcg.me/me/o-nama/regulativa/zakoni>. Pristup 19/12/2019 u 19:40.

<sup>120</sup> Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore: Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori Podgorica, [http://www.scmn.me/images/files/publikacije/3\\_Unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-Crnoj-Gori.pdf](http://www.scmn.me/images/files/publikacije/3_Unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-Crnoj-Gori.pdf), jun 2009., 27-28.

<sup>121</sup> Đorđević, M.: Korporativno upravljanje, geneza, modeli, problemi, Privredna izgradnja, XLVII: 3-4, 2004., 191-212.

Agencijski problem su najuočljiviji kod određivanja plata i naknada akcionara i direktora stvarajući tzv. *principal-agent troškove*. Postoji više mogućnosti da bi se ovi troškovi redukovali.<sup>122</sup>

Jedan od načina za redukciju troškova između vlasnika i akcionara jeste postojanje tržišta za menadžere, kojima je moguće kažnjavati menadžere svaki put kad pokušaju da ostvare sopstvenu korist na štetu akcionara. Druga metoda, omogućuje približavanje interesa menadžera i akcionara i nazvana je metoda “*šargarepe i štapa*”<sup>123</sup>, a pokušava da motiviše menadžment preduzeća da obavlja poslove kako u interesu preduzeća i akcionara, tako i svoj položaj u preduzeću mogućnošću ostvarenja veće plate ili poboljšanjem svojeg položaja u preduzeću.

Agencijski problemi, tj. slabosti i neefikasnost timova u preduzeću su najočljiviji u slučajevima kada bordovi direktora imaju veliki broj članova, obzirom da je porast broja članova obrnuto proporcionalna organizovanošću i efektivnošću rada istih, a ovo utiče na porast i njihove zarade, obzirom da bolja i uglavnom “*nezasluzena plata*” utiče na pad suprotstavljanja u procesu donošenja odluka i to kako izvršnih, tako i neizvršnih direktora.

Manji broj akcionara takođe utiče na porast agencijskih problema, jer uglavnom mali broj akcionara može smatrati da će ih doći do porasta njihovih troškova angažovanjem eksperata za kontrolu menadžera i direktora.<sup>124</sup>

Slični problem se pojavljuju i onda kada se ne postoje direktni institucionalni investitori u preduzeću.

Dakle, problem menadžerskih plata i njihovih naknada predstavljaju bitan dio agencijskih problema, a empirijska i teorijska istraživanja ukazuju da moć menadžera u preduzeću neposredno utiče na postupak određivanja plata i zarada u preduzećima gdje su kontrola i vlasništvo odvojeni.<sup>125</sup>

Postoje dva poznata pristupa rješenja ovog problema i to:

- pristup optimalnom ugovaranju i
- pristupom menadžerskoj moći.

Pristup koji se odnosi na optimalno ugovaranje teži da objasni menadžerima na važnost njihovih samoinicijativa, u ostvarenju interesa akcionara, sticanjem povjerenja preduzeća, koji tako obezbijavaju ne samo zaštitu interesa akcionara i rast preduzeća, nego posredno ostvaruju i svoj lični interes.

Pristup menadžerskoj moći izražen je u situacijama kada:<sup>126</sup>

- tim direktora, tj. menadžera slabo i neefikasno funkcioniše;

---

<sup>122</sup> Macey, J.R., O'Hara, M.: Corporate Governance,

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/2003/EPRvol9no1.pdf>, 2003.

<sup>123</sup> O'Sullivan, M.: Corporate Governance: scandals, scoundrels, scapegoats and systems, INSEAD Quarterly, 4, 2003. 4-6.

<sup>124</sup> Bebchuk, L.A., Fried, M.: Executive Compensation as an Agency Problem, Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No 3., 2003., 71-92.

<sup>125</sup> Bebchuk, L.A., Fried, M.: Executive Compensation as an Agency Problem, Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No 3., 2003., 71-92.

<sup>126</sup> Ibidem.

- ne postoji veliki akcionari u preduzeću i
- su menadžeri zaštićeni od neprijateljskog preuzimanja.

Kako bi se izbjegli agencijski problem neophodno je da preduzeće definiše i sprovodi zdrav sistem kontrole finansijskog poslovanja koji uključuje nosioce materijalnih interesa u preduzeću uz efikasan sistem nadroza i kontrole, a posebno menadžmenta preduzeća.

Uloga države, a i drugih regulatornih institucija je da obezbijedi donošenje i sprovođenje zakonodavnih i administrativnih rješenja i normi, te da obezbijedi njihovo poštovanje težeći svakako da smanji državnu zaštitu preduzeća, ali radi na promociji tržišnog načina poslovanja u svim segmentima poslovanja i rada preduzeća.

## **4 ZNAČAJ USKLAĐIVANJA ODNOSA MENADŽMENTA I AKCIONARA PUTEM KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA ZA DALJI RAZVOJ PRIVREDE CRNE GORE**

### **4.1 Nužnost uspostavljanja modernog odnosa menadžmenta i akcionara u korporativnom upravljanju u Crnoj Gori**

Za razvoj privrede zemalja u tranziciji, kao što je i Crna Gora, neophodno je uspostaviti usklađen sistem odnosa menadžmenta i akcionara primjenom korporativnog upravljanja. Svakako, na početku prelaznog razdoblja, tipična tendencija zemalja u tranziciji je zamjena značajnog broja rukovodioca u preduzeću.

U Mađarskoj i bivšoj Istočnoj Njemačkoj na primjer, većina ih je zamijenjena.<sup>127</sup>

Kako se započinje proces nepovratne generacione zamjene, to znači i pojavu mlađih rukovodioca i supervizora. Dobra i efikasna klasa domaćih vlasnika nije moguće uvijek na početku procesa implementacije određenog modela korporativnog upravljanja, kao što to nije bila ni tokom prvog dijela 90-ih u prelaznom u zemljama u dijelu Srednje Evrope.

Novim menadžerima neophodno je da prikupe novi spektar znanja i novih vještina, kako bi gradili sistem tržišnih institucija. Procesi ne završene privatizacije u Crnoj Gori, trenutni istorijski, kulturni i politički razlozi još uvijek nisu doveli do dovoljnog stepena ispunjenosti radničke odlučnosti u sistemima korporativnog upravljanja, i predstavljaju sve složenije i teže prepreke. Takva situacija i kretanje u okruženju doprinose da novi modeli korporativnog upravljanja, ne daju optimalne rezultate.<sup>128</sup>

Poprilično raspršeno vlasništvo nad preduzećima i visoki udjeli insider-a kao vlasnika u Crnoj Gori, otvaraju borbu za vlast između spoljašnjih vlasnika, rukovodioca i zaposlenih u preduzećima. Ulagači tj. spoljašnji vlasnici i najčešće privatna investiciona preduzeća, djeluju uglavnom s ciljem zaštite svojih interesa, a ne radi maksimizovanja vrijednosti preduzeća. Zaposleni kao unutrašnji vlasnici ponašaju se, prije svega, s ciljem zarade što boljih plata, dok menadžeri pokušavaju samo da zaštitite svoje rukovodeće pozicije i

<sup>127</sup> Dobak, M.: The Role of Executives Play in Transformational Processes, unpublished paper presented to the VI. Chemnitz East Forum, Chemnitz, March 19-22, 2003., 16.

<sup>128</sup> Pučko, D.: Corporate governance in european transition economies: emerging models, management, Vol. 10, 1, 2005, 1-21.

prikupe što više bogatstva. Funkcija korporativnog upravljanja u takvim okolnostima u Crnoj Gori ne može biti usmjerena na dugoročnu efikasnost preduzeća.

Proces konsolidacije vlasništva nad preduzećima u Crnoj Gori može početi samo onda kada se službeno završe postupci privatizacije i uopšteno kad se postigne veća finansijska efikasnost preduzeća, što dvije glavne interesne grupe u preduzećima tj. vlasnici i akcionari uglavnom i podržavaju, dok spoljašnji investitori pokušavaju konsolidovati vlast u upravljanju samo u manjem broju preduzeća u Crnoj Gori. Korporativni menadžeri nastoje zaštititi i koncentrisati svoje upravljačke moći donošenjem povećanja vlasničkog udjela u preduzećima ili daljnjim raspršivanjem vlasništva preduzeća koristeći, prije svega, strategije sticanja. Zaposleni kao unutrašnji vlasnici gube vlasništvo i uslijed toga svoju moć upravljanja svojim preduzećima.<sup>129</sup>

Usvajanjem kontinentalnog modela korporativnog upravljanja, kao dominantnog, bila je uglavnom praksa koja je vladala u zemljama u tranziciji Srednje i Istočne Evrope. Njegova atraktivnost ogledala se u njegovim karakteristikama, a omogućuje strogo razdvajanje funkcija vlasništva i upravljanja u preduzećima (više u teoriji nego u praksi).

Karakteristika ovog modela uvjerava, da su barem formalno, vlasnici (a u slučaju većih preduzeća i drugi stakeholderi) kontrolišu strateško ponašanje upravnog odbora, iako takozvana spoljašnja kontrola u obliku robnih i kapitalnih tržišta ovog modela još uvijek nije dovoljno efikasna.<sup>130</sup>

Svakako, ovaj ovaj model je omogućavao širi uticaj svih glavnih stakeholdera na strateško odlučivanje preduzeća i ne samo što u nadzornom odboru gdje nema predstavnika vlasnika.<sup>131</sup>

Mnoga preduzeća i u Crnoj Gori, kao zemlji u tranziciji suočena su s kriznom situacijom, pa je održavanje radnih mjesta jedno od kritičnih društvenih pitanja, te se čini da se pristup stakeholdera u upravljanju nekako proizvodi društveno odgovornije odluke koje se odnose na budućnost preduzeća.

Kodeksi koji zakonski regulišu sisteme korporativnog upravljanja u pojedinim zemljama u prelaznim periodima propisuju glavne odnose između izvršnog odbora preduzeća, nadzornog odbora i opšte skupštine (ili partnera u manjim preduzećima).

Izvršni odbor obično se definiše kao vrhovno izvršno tijelo u dioničkim društvima i društvima s ograničenom odgovornošću, koje zastupa preduzeće u svim pravosudnim i nepravosudnim pitanjima i predstavlja glavno tijelo koje donosi odluke u preduzeću koje su ograničene samo ovlaštenjima drugih statutarnih tijela i njihovim nadležnostima.<sup>132</sup>

Nadzorni odbor u Crnoj Gori ima nadležnost za ispitivanje bilansa, gubitka i dobiti, izvještaja o novčanom toku, kao i izvještaja upravnog odbora i revizora društva, ispitivanje predloga izvršnog odbora o raspodjeli dobiti i pokrivanju gubitaka, izvještavanje o

---

<sup>129</sup> Ibidem.

<sup>130</sup> Kozarzewski, P.: Corporate Governance Restructuring in the Course of Privatization in Poland, In Enterprise in Transition, Fourth International Conference on Enterprise in Transition, Proceedings Book of Extended Abstracts, CD ROM with full papers, University of Split, Faculty of Economics, Split - Hvar, 2001., 2053-2074.

<sup>131</sup> Pučko, D.: Corporate governance in European transition economies: emerging models, management, Vol. 10, 1, 2005, 1-21.

<sup>132</sup> Ibidem.

rezultatima spomenutih ispitivanja na glavnoj skupštini, suspenzija ili otpuštanje pojedinih članova izvršnog odbora ili cijelog odbora, podnošenje prijedloga opštoj skupštini o odobrenju finansijskih izvještaja i godišnjeg izvještaja izvršnog odbora, izmjenama u čarteru preduzeća, prodaji društva, izdavanje obveznica ili novih dionica i druge slične strateške odluke.

Pravni sistem obično dopušta da nadzorni odbor proširi raspon odgovornosti nadzornog odbora odgovarajućim odredbama u statutu društva.<sup>133</sup>

Funkcija korporativnog upravljanja u Crnoj Gori slabo će funkcionirati sve dok:

- je vlasništvo visoko rasprostranjeno nad preduzećima omogućujući korporativnim rukovodiocima da zanemaruju interese vlasnika i drugih stakeholdera;
- su unutrašnji vlasnici dominantna grupa vlasnika koja nije zainteresovana za dugoročnu budućnost preduzeća;
- izvršni rukovodioci preduzeća održavaju većinu moći donošenja odluka u preduzećima razvijajući svoje neformalne mreže održavanja;
- postojeće mogućnosti iskorišćavanja insider-skih informacija neće biti radikalno ukinute;
- insider-ima ne bude dopušteno da budu članovi nadzornih odbora;
- vlade i paradržavni fondovi ne uspiju da se povuku iz korporativnih upravljačkih struktura;
- bude slaba zakonska zaštita povjerenika i manjinskih dioničara;
- se ne poboljša likvidnost tržišta kapitala.

## **4.2 Profesionalno funkcionisanje menadžmenta kao osnova modernog korporativnog upravljanja u Crnoj Gori**

### **4.2.1 Profesionalizacija menadžerske funkcije i menadžerskog kadra u našim javnim korporacijama**

Poboljšanje efektivnosti funkcije korporativnog upravljanja u Crnoj Gori se može očekivati i daljnjim razvojem korporativnog menadžmenta i članova nadzornog odbora. Članovi nadzornih odbora u Crnoj Gori moraju:<sup>134</sup>

- razviti odgovorniji stav prema svojoj ulozi;

---

<sup>133</sup> Kozarzewski, P.: Corporate Governance Restructuring in the Course of Privatization in Poland, In Enterprise in Transition, Fourth International Conference on Enterprise in Transition, Proceedings Book of Extended Abstracts, CD ROM with full papers, University of Split, Faculty of Economics, Split - Hvar, 2001., 2053-2074.

<sup>134</sup> Pučko, D.: Corporate governance in European transition economies: emerging models, management, Vol. 10, 1, 2005, 1-21.

- preuzimati nadzornu odgovornost vrlo ozbiljno, posvećujući odgovarajuću pažnju njihovoj dužnosti;
- razviti sposobnost za borbu s korporativnim menadžmentom u svim važnim pitanjima, uključujući znanje o računovodstvenim vještinama;
- osigurati efikasan sistem nagrađivanja koji će ih podstaknuti na intenzivnu posvećenost upravljačkoj funkciji.

Uloga zaposlenih u upravljačkoj funkciji bit će poboljšana ako se njena važnost i moć povežu prvenstveno s nivoom znanja i vještina zaposlenih, a ne toliko s njihovom veličinom u preduzeću.

Drugi bi stakeholdersi mogli biti zainteresirani za učestvovanje u korporativnom upravljanju, ali je bolje uzeti u obzir njihov interes kroz zakone, propise vlada i druga zakonska ograničenja, kako bi se izbjeglo da preduzeća postanu bojno polje različitih političkih interesa.<sup>135</sup>

### **4.3 Zakonske i druge pretpostavke za usklađivanje odnosa modernog menadžmenta i akcionara u korporativnom upravljanju u Crnoj Gori**

#### **4.3.1 Zakonske i normativne pretpostavke**

Postoji veliki prostor za unapređenje sistema korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, a posebno u određenim oblastima.

Zakonski i pravni okvir korporativnog upravljanja u Crnoj Gori bi trebao da se kreće ka:<sup>136</sup>

- izradi nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja i afirmaciji mekog prava regulisanja korporativnog upravljanja;
- efikasnijem sprovođenju zaštite akcionarskih prava, a posebno prava manjinskih akcionara stvaranjem uslova adekvatne sudske zaštite i efikasnije primjene akcionarskih tužbi;
- unapređenju transparentnosti poslovanja akcionarskih društava propisivanjem obaveza obavještavanja javnosti o uspjehu i rezultatima poslovanja, uređenjem forme, načina i sadržine obavještavanja javnosti, kao i eventualnih sankcija propuštanja ovih obaveza;
- radu ka razvoju novih pravnih instituta uporednog prava;
- povezivanju nagrađivanja članova uprave za rezultate poslovanja preduzeća, kao i rad na rastu transparentnosti njihovih primanja;

<sup>135</sup> Pučko, D.: Corporate governance in European transition economies: emerging models, management, Vol. 10, 1, 2005, 1-21.

<sup>136</sup> Jocović, M.: Sistem korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, Montenegrin journal of economics No 64 1, Vol. VII, 2011., 63-71.



- povećanju zaštite i efikasnija koordinacija u odnosu između nosioca materijalnih interesa;
- rastu na jačanju ovlašćenih i nadzornih funkcija državnih organa;
- radu na jačanju nadzornih funkcija unutar akcionarskih društava pojačanjem kontrolnih ovlašćenja odbora direktora;
- radu na jačanju korporativnog upravljanja u preduzećima sa državnim vlasništvom;
- pojačanju mehanizma interne revizije;
- povećanju brzine usvajanja preporuka i standarda u oblasti korporativnog upravljanja na nivou Evropske unije i na globalnom nivou;
- prihvatanju promjena u oblasti informaciono-komunikacionih tehnologija;
- jačanju uloge skupštine akcionarskog društva sa njenom transformacijom iz pasivnog organa koji samo potvrđuje odluke odbora direktora u aktivni organ koji garantuje i kontroliše zaštitu prava akcionara.

### 4.3.2 Politička situacija u Crnoj Gori

Korporativno upravljanje, kao i ekonomski rast Crne Gore predstavlja rezultat detaljnog i realnog sagledavanja političke i ekonomske situacije, prvenstveno u međunarodnom okruženju, kao i investicionim prilikama izvan Crne Gore, a nakon toga uticaja istih na ekonomiju Crne Gore. Realizacija razvoja korporativnog upravljanja i velikih investicionih projekata u Crnoj Gori, na osnovu analize Vlade Crne Gore tokom nekoliko poslednjih godina ukazuje da se planirani projekti uglavnom realizuju i implementiraju po planu, iako se takođe razmatraju i novi projekti, kako privatni, tako i državni.

Uticaj tih projekata može biti značajan na crnogorsku ekonomiju, i presudan u ostvarivanju ciljeva crnogorske ekonomske politike i razvoja korporativnog upravljanja.

Glavni rizici u ostvarenju razvoja u oblasti korporativnog upravljanja i fiskalnih projekcija, bilo političkih ili ekonomskih, mogu se negativno odraziti i na oblast korporativnog upravljanja. Pregled rizika po ostvarenje datih ciljeva i u pogledu korporativnog upravljanja mogu pozitivno i negativno uticati.<sup>137</sup>

Pozitivni politički elementi razvoja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori ogledaju se u činjenicama:

- da je Crna Gora pozivom i prihvatanjem članstva u NATO ima za posljedicu povećanje povjerenja zapadnih investitora i turista što pozitivno utiče na ekonomiju Crne Gore, kao i efikasniji i sigurniji pristup Crne Gore izvorima finansiranja i u oblasti korporativnog upravljanja;

---

<sup>137</sup> Vlada Crne Gore: Program ekonomskih reformi za Crnu Goru 2015-2018., Podgorica, 2015., 42.

- da je uočljiv napredak Crne Gore ka putu pristupanja Evropskoj uniji, koji uslovljava povećanje povjerenja investitora, stabilnost u pogledu poslovnog ambijenta i mogućnostima pristupa Crne Gore fondovima Evropske unije;

Negativni politički elementi u kojima se Crna Gora, a koji se tiču i korporativnog upravljanja ogledaju se u činjenicama:

- da i dalje postoji politička kriza u Istočnoj Evropi koja može dati negativni impuls, a prvenstveno u smanjenju interesovanja investitora ovog područja u realizaciji projekata u Crnoj Gori, iako se to trenutno još jasno ne uočava;
- da nestabilna politička situacija u Crnoj Gori, koja trenutno vlada, kao i aktivnosti određenih političkih struktura mogu negativno uticati na međunarodno pozicioniranje Crne Gore, kao i na povjerenje investitora koji bi mogli biti zainteresovani za ulaganje u crnogorku ekonomiju i projekte razvoja u oblasti korporativnog upravljanja;
- da se usljed pogoršanja izbjegličkih kriza u neposrednom okruženju, te ugroženosti bezbjedonosne situacije i prijetnji terorista, crnogorska privreda i razvoj u oblasti korporativnog upravljanja može biti izložena rizicima naplate prihoda u oblasti turizma, a posebno smanjenjem njihovog broja.

#### **4.4 Mjerenje i ocjenjivanje uspješnosti u radu menadžera u korporativnom upravljanju u Crnoj Gori**

Mjerenje i ocjenjivanje uspješnosti menadžmenta tj. standardi poslovanja preduzeća i u Crnoj Gori, kao i u drugim zemljama predstavljaju očekivano, tj. željeno stanje poslovanja preduzeća u budućnosti.

Ovi standardi proizilaze iz ciljeva preduzeća, a utvrđivanjem standarda preduzeće nastoji da usmjeri resurse kojima raspolaže ka ostvarivanju planiranih ciljeva. Standardi pretpostavljaju da se izrazi jedinicom mjere tj. da su mjerljive vrijednosti odstupanja očekivanog od ostvarenog, koji se mogu tolerisati u preduzeću.<sup>138</sup>

Standardi predstavljaju očekivane rezultate poslovanja menadžera u preduzećima za određeni vremenski interval za koji se posmatra i po pravilu, i u Crnoj Gori se uspostavljaju u svim preduzećima kojima menadžeri upravljaju, a ima praktičan veliki značaj kako za vlasnike u preduzećima, tako i za menadžere.

Sa aspekta menadžera, standardi su važni, jer se njima na jasan i konkretan način definišu obaveze koje imaju u vođenju poslovanja preduzeća. Upoređivanjem ostvarenog sa ostvarenim standardima, a vlasnici preduzeća raspolažu pouzdanim informacijama o tome da li su menadžeri koji za njih rade i u kojoj mjeri, uspješni.

Standardi se i u crnogorskim preduzećima, uspostavljaju za sve nivoe menadžmenta, a nepreciznost pravila, u pogledu mjerenja i ocjenjivanja menadžera uglavnom može predstavljati takav sistem menadžmenta u kojima menadžeri bivaju apsolutno neodgovorni,

<sup>138</sup> Wiig, K.: Knowledge management foundations, Arlington, Tx: Schema Press, 2002., 4.

te omogućuju razne kriminalne radnje menadžera, te da interesi menadžera budu postavljeni iznad ciljeva vlasnika i akcionara u preduzeću.

Uspostavljanje standarda, tj. normi mjerenja i ocjenjivanja menadžera sa upoređivanjem ostvarenog sa planiranim, primjenjuje se u skoro svim akcionarskim društvima i u Crnoj Gori, kao i u cijelom svijetu. U nekim crnogorskim preduzećima predstavlja osnovni, dok u nekim predstavlja pomoćni način praćenja rada menadžera.

Crna Gora, do sada, institucionalno nije uspjela odrediti sistem nagrađivanja menadžera, pa se ne rijetko dešava da visina nagrade bude obrnuto proporcionalna ostvarenim rezultatima preduzeća. Posljedice ovakvih propusta su vidljivi kroz sistem konstatnog negativnog poslovanja većine preduzeća u Crnoj Gori, te smanjenje broja radnih mjesta, uslijed čega nastaju sve izraženiji socijalni problem crnogorskog društva.

Ovakva nepovoljna situacija, i loše stanje, te aktuelnost ove problematike ukazuju da je neophodno raditi na izučavanju savremenih motivacionih tehnika u oblasti korporativnog upravljanja u crnogorskim preduzećima, koje će pružiti teorijske osnove o modelima i načinima izgradnje kvalitetnih i efikasnih šema nagrađivanja, te sklapanju menadžerskih ugovora kao najvažnijih sistema nagrađivanja menadžmenta.

Obzirom da u Crnoj Gori nije razvijeno tržišta kapitala, kao u SAD i Velikoj Britaniji, gdje tržište kapitala i informacije koje ono pruža, kao i rast i pada cijena akcija predstavljaju osnovni način mjerenja i ocjenjivanje menadžmenta preduzeća, u Crnoj Gori se uglavnom koristi pomoćni sistem za ocjenjivanje rada menadžera kojima se upoređuju standardi postignih rezultata sa planiranim.

#### **4.5 Smjernice za korporativno upravljanje u cilju bolje regulacije interesa menadžmenta i akcionara u Crnoj Gori**

Osnovne zakonske i druge pretpostavke usklađivanja odnosa modernog menadžmenta i akcionara u korporativnog upravljanja u Crnoj Gori su:<sup>139</sup>

- rad na primjeni kodeksa korporativnog upravljanja;
- efikasnije sprovođenje zaštite prava akcionara, a posebno manjinskih, omogućavanjem preduslova adekvatne sudske zaštite i efikasnije primjene službi u funkciji akcionara;
- unapređenje transparentnosti propisivanjem obaveznosti obavještanja javnosti o rezultatima u poslovanju akcionarskog društva, definisanju sadržine, forme i načina obavještanja javnosti, te propisivanje eventualnih sankcija u slučaju ne poštovanja;

---

<sup>139</sup> Konzorcijum Ekonomskih fakulteta Podgorice, Beograda i Ljubljane, Analiza efekata dosadašnje privatizacije u Crnoj Gori, 2009., 88.

- poboljšanje i rad na razvoju novih pravnih normi koje prepoznaju uporedno pravo, a koji podrazumijevaju nezavisne direktore, specijalne komisije odbora direktora i sl.;
- rad na usklađivanju nagrađivanja članova uprave za postignute poslovne rezultate u preduzeću, kao i rad na poboljšanju transparentnost ovih primjena;
- poboljšanje i rad na jačanju nadzornih funkcija nadležnih i ovlašćenih državnih organa;
- rad na jačanju nadzornih funkcija u okviru akcionarskih društava primjenom jačanja kontrolnih ovlašćenja odbora direktora;
- poboljšanja rada na jačanju mehanizama interne revizije;
- poboljšanje jačanja uloge skupštine akcionarskog društva, kroz njenu postepenu transformaciju iz pasivnog organa koja samo potvrđuje odluke borda direktora u aktivni organ koji kontroliše i garantuje rad ka zaštiti akcionarskih prava.<sup>140</sup>

U nastavku su date osnovne smjernice za korporativno upravljanje u cilju bolje regulacije interesa menadžmenta i akcionara u Crnoj Gori u Crnoj Gori sa aspekta predsjednika odbora, kao i sa aspekta uloge neizvršnih direktora.

Obzirom da je predsjednik odbora središnja tačka akcionarskog društva u stvaranju uslova za efikasnost cijelog preduzeća i pojedinačnih direktora, vodeći odbor definiše dnevni red, koji uvijek treba obuhvatati sva pitanja i poslove koji su u nadležnosti članova odbora.<sup>141</sup>

Predsjednik odbora ima za cilj da omogući rad odbora koncentrišući se na strateška pitanja, odobravajući predloge koji trebaju biti predmetom ovlašćenja koja se prenose na menadžment.<sup>142</sup>

Najvažnije smjernice u korporativnom upravljanju preduzeća u cilju bolje regulacije interesa menadžmenta i akcionara u sa aspekta predsjednika odbora su:

- obezbijediti da članovi odbora dobiju tačne, jasne i pravovremene podatke, posebno one vezane za rad preduzeća, te donošenje odluke kojim se štiti rad akcionara, nadgleda efikasnost i daje savjet za promovisanje uspjeha preduzeća;
- obezbijediti efikasnu i blagovremenu komunikaciju sa akcionarima osiguravajući da članovi odbora razvijaju razumijevanje stavova kako akcionara, tako i glavnih investitora;

<sup>140</sup> Lojpur, A.: Analiza efekata dosadašnje privatizacije u Crnoj Gori; Privatizacija i razvoj finansijskog tržišta u Crnoj Gori, Ekonomski fakultet u Podgorici, 2008., 89.

<sup>141</sup> Miškić, M.: Upravljanje s posebnim osvrtom na društva za osiguranje: doktorska disertacija, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjerstvo i menadžment, 2008., 74.

<sup>142</sup> Anđelić, M., Rodić, S., Šeškar, L.: Uvod u korporativno upravljanje, Beograd, Beogradska berza, 2004., 113.

- upravljati odborom obezbijujući dovoljno vremena za diskusije složenih i sadržajnih pitanja, organizujući blagovremene zvanične i nezvanične sastanke u cilju priprema sjednica odbora;
- identifikovati i ispunjavati mogućnosti za usavršavanje pojedinačnih direktora, zajedno sa sekretarom preduzeća u cilju poboljšanja efikasnosti cijelog tima menadžera;
- osiguravati rad pojedinaca i odbora kao cjeline i komisija koje se ocjenjuju bar jednom godišnje;
- aktivno podsticati angažovanje svih članova odbora, insistirajući na najvišim standardima poštenja i integriteta;
- definisati dnevni red, stil i ton diskusija na odboru da bi pomogao efikasnom odlučivanju i konstruktivnoj debati;
- promovisati efikasne odnose i otvorenu komunikaciju sa akcionarima i investitorima;
- izgrađivati efikasan rad odbora, inicirajući promjene i obezbijujući kontinuiranost planiranja u imenovanjima za odbor, vodeći se odobrenjima odbora i akcionara;
- promovisati standarde korporativnog upravljanja tražeći poštovanje zakona i obezbijujući jasnu i efikasnu strukturu i funkcionisanje komisija i odbora;<sup>143</sup>

Najvažnije smjernice u korporativnom upravljanju se odnose na postizanje cilja bolje regulacije interesa menadžmenta i akcionara sa aspekta neizvršnih direktora su:

- pružiti preduzetničko vođenje preduzeća efikasnom kontrolom koja omogućava upravljanje i procjenu rizika poslovanja;
- postavljanje strateških ciljeva preduzeća, osiguravajući potrebne finansijske i ljudske resurse preduzeća ostvarivanem ciljeva i kontrolišući rad menadžmenta;
- postavljajući visoke standarde i vrijednosti preduzeća koji podrazumijevaju osiguravanje i ispunjavanje svih obaveza prema akcionarima.<sup>144</sup>

#### **4.5.1 Efikasnije sprovođenje zaštite akcionarskih prava**

Efektivno sprovođenje zaštite vlasništva akcionara moguće je realizovati jedino ako se akcionari štite na pravno pravilan način, ukoliko imaju legitimitet i onda kada je kršenje njihovog prava efektivno sankcionisano.

---

<sup>143</sup> Andelić, M., Rodić, S., Šeškar, L.: Uvod u korporativno upravljanje, Beograd, Beogradska berza, 2004., 113.

<sup>144</sup> Ibidem.

Zaštita akcionara podrazumijeva pravni i faktički aspekt.

Pravno šticeenje akcionara ukljuuje definisanje poloaja akcionara unutar zakonskih propisa i važećoj pravnoj regulativi. Najvažniji zakoni su oni koji regulišu pravo preduzeća, tj. položaj akcionara u akcionarskom društvu, te zakoni koji regulišu položaj akcionara i investitora na tržištu kapitala tj. tržište hartija od vrijednosti.

Međutim, kada povrijeđeno pravo akcionar nije u mogućnosti zaštititi pred organima prinude poput sudova, komisije za hartije od vrijednosti i sl., to znači da efektivnu i faktičku zaštitu isti ne uživa čak i onda, kada je skup prava koja akcionaru pripadaju, propisana zakonskim rješenjima i usvojenim reformama. Dakle, zakonska rješenja su besmislena, ako su zadovoljeni slijedeći uslovi:

1. postoji nerazumijevanje i/ili nedostatak legitimiteta kojima se masovno krše pravila i
2. iz razloga lošeg rada institucija, obzirom da vlasnik akcija nema mogućnost da obezbijedi prinudnu primjenu istih, što se najčešće dešava u zemljama u tranziciji. Legitimitet i primjena prava, odnosno kvalitet institucija koje prinudno primjenjuju pravna načela, određuju faktičku efektivnost zaštite investitora nezavisno od formalno definisanog skupa prava.<sup>145</sup>

Dosadašnja analiza pravnih propisa u Crnoj Gori jasno pokazuju da bi prava akcionara u Crnoj Gori trebala biti jednaka pravima akcionara u Evropskoj uniji.

Međutim, Crna Gora se uglavnom nalazi na samom dnu ljestvice u smislu zaštite akcionarskih prava u Evropi, zajedno sa Srbijom i drugim državama u regionu.

Da bi akcionari uživali efektivnu zaštitu, njih treba da štite prije svega pravne norme, ali je još važnije da iza pravnih normi bude propisana efektivna primjena tih propisa u praksi, a njihova primjena može biti dobrovoljna ili prinudna.

Dobrovoljna primjena označava da se pravne norme dobrovoljno primjenjuju, kao i da pravna norma ima legitimitet, dok ako se radi o prinudnoj primjeni, primjena iste da bi bila efikasna institucije koje je primjenjuju (uglavnom sudovi) imaju neophodan institucionalni kapacitet.

Analizom crnogorskih zakona koji se odnose na zaštitu prava manjinskih akcionara i to: Zakon o privrednim društvima, Zakon o tržištu kapitala i Zakon o preuzimanju akcionarskih društava pokazuju da su svi ovi zakoni u cjelosti usklađeni sa pravom i Direktivama Evropske unije, što ukazuje da problem ove zaštite spada na stranu dobrovoljne, odnosno prinudne primjene pomenutih zakona.

Ipak, značaj prinudne primjene ovog prava eksponencijalno raste imajući u vidu činjenicu da kao takav predstavlja sigurnost, a posebno kada ne postoji dobrovoljna primjene prava.

Prinudna primjena prava vrši se kroz dvije vrste formalnih institucija i to:

1. sudove kada se radi o privatnom izvršenju i

---

<sup>145</sup> Đulić, K., Kuzman, T.: Zaštita prava manjinskih akcionara: pravni okvir i primena, Pod lupom 4, Kvartalni monitor Br. 30, jul–septembar 2012., 86-90.

2. regulatornih i nadzornih tijela tj. Komisije hartija od vrijednosti kada se radi o javnom izvršenju.

Privatno izvršenje pretpostavlja prinudnu primjenu prava od strane crnogorskih sudova. Dakle, da li će sudovi prinudno sprovesti norme kompanijskog prava zavisi od privatne inicijative građana direktno ili prava hartija od vrednosti.

Premda država definiše pravila koja regulišu pravne norme ponašanje privatnih lica, istovremeno ostavlja privatnim licima da sama pokreću postupak pred odgovarajućim institucijama, prije svega sudovima, kad pravila nisu poštovana. Međutim, inicijativa privatnih lica je potpuno zavisna od podsticaja koje dobijaju, tj. od njihove percepcije pravičnosti, efikasnosti sudova i pravnog sistema države uopšte, od iznosa troškova kojima će biti izloženi, jasnosti normi i pravila, od uloge ko ima teret dokazivanja, i sl.

Javno izvršenje, s druge strane podrazumijeva izvršenje od strane regulatornog i nadzornog organa, a to u Crnoj Gori obavlja Komisija za hartije od vrijednosti, obzirom da se radi o vlašničkim akcionarskim pravima.

Svakako je jednostavno zaključiti da efikasnost sprovođenja zaštite akcionarskih prava treba procijeniti sprovođenjem detaljnog istraživanja i analize crnogorskih javnih i privatnih izvršenja, utvrđujući probleme koji u tim oblastima postoje u pogledu nedovoljnosti kapaciteta, nedovoljnosti relevantnog znanja, potrebe za promjenama i operativnim sprovođenjem, kao i faze i korake koje treba razumijeti i sprovesti kako bi se problemi povećanja efikasnosti zaštite akcionara efikasnije riješili.

#### **4.5.2 Adekvatna sudska zaštita i efikasnija primjena akcionarskih tužbi**

Adekvatna sudska zaštita i efikasnija primjena akcionarskih tužbi postiže se analizom pravnog okvira akcionarskih tužbi i preporukama za nastavak regulisanja bržeg i jednostavnijeg rješavanja problema zaštite akcionarskih prava pred sudovima u Crnoj Gori.

S tim u vezi, potvrđeno je da je crnogorski pravni okvir akcionarskih tužbi postavljen liberalno, obzirom da:

- prava podnošenja tužbi akcionara nisu vezane za procenat udjela u kapitalu akcionarskog društva;
- prava akcionara nisu ograničena tzv. "*prethodnim zahtjevima akcionara*", tj. nisu definisana ograničenja podnošenja akcionarskih tužbi, kao na primjer kod ograničenja da se ista ne može uložiti zbog nepravilnosti koje se mogu konvalidovati odlukama skupštine akcionara;
- utvrđivanje obaveza članova odbora direktora da podijeljeno nadoknade troškove postupaka i nastalu štetu koju zbog nepoštovanja njihovih prava trpe akcionari;

Pravni okvir tužbi akcionara preciziraju se definišući:

- krug aktivno i pasivno legitimnih lica;
- procesne uslove podnošenja tužbi, poput derivativnih tužbi kada je neophodno definisati da li su uslovi za podizanje tužbe vezani ili ne za nastanak štete;

- prava da li na ulaganje tužbe ima lice koje je akcionar u vrijeme ulaganja tužbe ili u toku kada je nastala radnja kojom su na primjer, ugroženi interesi akcionara;
- priznavanje prava ulaganja akcionarske tužbe i povjeriocima društva, ako oni ispunjavaju određene uslove;
- priznavanje prava podnošenja akcionarske tužbe i licima koja posjeduju zamjenljive hartije od vrijednosti, kada oni mogu zamjeniti te hartije od vrijednosti za akcije;
- priznavanje prava na dvostruke (ili višestruke) derivativne akcionarske tužbe, i definisanje skupa pasivno legitimnih lica u takvim situacijama;
- rokova zastarjelosti podizanja tužbi;
- određivanja organa u okviru akcionarskog društva koje podnosi tužbu u ime društva;
- prava akcionara, koji bi u cilju spriječavanja zloupotrebe koju bi podnošenjem tužbe mogli ugroziti ili nanijeti štetu akcionarskom društvu, i odvijanje poslovanja pod normalnim okolnostima društva, kod podnošenja tužbe, što je uslovljeno prethodnim utvrđivanjem svrhe i podnošenja, tako da se saglasnost podnošenja dobija od strane skupštine društva, suda ili posebnih odbora u akcionarskom društvu.<sup>146</sup>

### **4.5.3 Unapređenje transparentnosti poslovanja akcionarskih društava u Crnoj Gori**

Objavljivanje podataka poslovanja akcionarskog društva često se miješa s terminom transparentnosti. Ipak, ova dva termina se pogrešno i često koriste kao sinonimi, ali oni se znatno razlikuju. Akcionarska društva mogu objavljivati veliki broj informacija koje često nisu upotrebljivi ili korisni za one koji ih koriste, a da istovremeno oni koji ih imaju zaista potrebu i pravo koristiti, iste ne dobiju. Često, objavljivanje podataka može biti irelevantno, ili se njima može manipulirati prikrivajući stvarnu sliku prilika u kojem se akcionarsko društvo nalazi.

Kvalitetno i efikasno korporativno upravljanje zasnovano je na principima transparentnosti, efikasnosti, dostupnosti, blagovremenosti, tačnosti i potpunosti informacija u okviru svih nivoa upravljanja akcionarskim društvom.

Unapređenje transparentnosti akcionarskog društva uglavnom ide u korist investitorima, obzirom da im omogućuje sticanje uvida u finansijske podatke i poslovanje akcionarskog društva.

Pitanja objelodanjivanja i transparentnosti poslovanja akcionarskog društva uglavnom se odnose na:

---

<sup>146</sup> Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore: Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori Podgorica, [http://www.scmn.me/images/files/publikacije/3\\_Unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-Crnoj-Gori.pdf](http://www.scmn.me/images/files/publikacije/3_Unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-Crnoj-Gori.pdf), jun 2009., 152.



- funkcije interne kontrole, uključujući upravljanje rizikom;
- politiku korišćenja konsultantskih i revizorskih usluga i rotaciju eksternih revizora; kao i
- politiku i standarde računovodstva i objelodanjivanja podataka.

Ponekad, iako su podaci i informacije koje je objavilo akcionarsko društvo negativni, dioničari tj. akcionari će imati koristi iz razloga smanjenja rizika neizvjesnosti.

Tako, transparentnost postaje ključni element u praksi korporativnog upravljanja, a posebno kod donošenja investicionih odluka akcionarskog društva. Boljom strukturom i praksom korporativnog upravljanja vjerovatnije je da rukovodioci neće izvlačiti korist u privatnim preduzećima ili na drugi ih način zloupotrebljavati, već ih koristiti u interesu akcionara.

Nekad programi naknada služe za privlačenje najtalentovanijih menadžera i njihovog motivisanja radi boljeg učinka, čineći oblast naknada za izvršne rukovodioce složenim procesom, tako da predstavlja predmet kritika kako akcionara, tako i javnosti.

Akcionarska društva uvodeći takve programe, a posebno u okviru programa dodjele akcijskih opcija, moraju to raditi sa velikom oprežnošću i uz poštovanje maksimalne transparentnosti.

Sekretar akcionarskog društva je subjekat koji igra važnu ulogu u pružanju pomoći nadzornom/upravnom odboru, kao i generalnom direktoru u izvršavanju obaveza blagovremenog objavljivanja i transparentnosti najvažnijih informacija akcionarima društva i finansijskom tržištu. Takođe, sekretar društva pomaže u osiguravanju transparentnih procedura nadzora i kontrole, djelujući kao veza između odbora za reviziju i nadzornog/ upravnog odbora i ako je formirana, komisije za reviziju, kada odbor za reviziju obavlja pregled ekonomskih i finansijskih aktivnosti akcionarskog društva.

Ipak, najbolji primjeri iz prakse potvrđuju da današnji problemi u pogledu korporativnog upravljanja se sve manje odnose na prekomjernu transparentnost i prekomjerno objavljivanje, nego na nedovoljnost objavljivanja i nedostatak transparentnosti.

Akcionarskim društvima, i upravi trebalo bi biti vrlo jasno koji podaci mogu predstavljati povjerljive informacije, ne tumačeći ih vrlo široko, kako se ne bi uskratile zaista bitne informacije investitorima.

Osiguranjem smjernica prakse u objelodanjivanju komercijalno osjetljivih informacija, crnogorskim akcionarskim društvima treba savjetovati razvijanje odgovarajućih procedura i definisanja povjerljivih informacija u internim aktima. Akcionarska društva često mogu povjerljivim informacijama podrazumijevati na primjer lične podatke, te braniti čuvanje, prikupljanje, širenje i korišćenje privatnih informacija, bez saglasnosti lica, sem kada sudskim odlukama drugačije nije predviđeno.

#### **4.5.4 Razvoj novih pravnih instituta sa znanjem uporednog prava**

Pojam razvoja i prihvatanja prava u oblasti korporativnog upravljanja u međunarodnoj i domaćoj pravnoj nauci usko je povezan s procesom harmonizacije prava. Radi se o istom

cilju usmjerenom na usaglašavanju pravnih sistema, liberalnijim i fleksibilnijim formama harmonizacije prava.

Savremena pravna teorija podrazumijeva postupke približavanja i ujednačavanja prava koristeći termine poput: harmonizacija, uniformizacija, unifikacija, kodifikacija, amerikanizacija, regionalizacija, evropeizacija, internacionalizacija, i sl.<sup>147</sup>

Termin „*unifikacija prava*“ podrazumijeva postupke donošenja opštih pravila s primjenom na teritoriji jedne ili više država.<sup>148</sup>

Pravo Crne Gore koje se odnosi na korporativno upravljanje je često, i u istorijskom i u savremenom kontekstu, uglavnom prihvatilo inostrane pravne norme ili institute. Pravne forme su preuzimane iz rimskog, francuskog, germanskog prava i sl., dok su u modenoj formi prihvaćane i preuzimane iz konceptata „*ius commune*“<sup>149</sup> s ciljem harmonizacije domaćeg prava sa pravom, u Crnoj Gori uglavnom Evropske unije.

Tako je i posljednjim izmjenama Zakona o privrednim društvima<sup>150</sup> izvršeno prihvatanje opštih pravnih instituta Evropske unije i uvedeno u crnogorsko pozitivno pravo dvije nove pravne forme privrednih društava: Evropsko akcionarsko društvo, Evropsko ekonomsko interesno udruženje i oblici obavljanja privredne djelatnosti koji se osnivaju po posebnom zakonu, a propisani su i novi oblici statusnih promjena poput prekogranično spajanje i pripajanje. Primjena navedenih normi u Crnoj Gori se uvodi u nadi da će se postići prirodno „*asimilovanje*“ novosti u crnogorskom pravu, obzirom na probleme u crnogorskoj ekonomiji i prihvatanju prava Evropske unije, pa treba očekivati adekvatnu i pravovremenu reakciju pravnih subjekata na prethodno pomenute pravne institute.

Ipak, procesima prihvatanja se efikasno postigla vremenska, finansijska i administrativna ušteda usklađivanja crnogorskog prava u oblasti korporativnog upravljanja sa pravom Evropske unije.

U crnogorskoj praksi, su doduše već isprobane i potvrđene normativne zamisli najboljih pravnih eksperata preuzimajući primjene naučnih metoda u oblasti korporativnog upravljanja, lakoća dostupnosti propisa, obezbijedeni podaci o sudskoj praksi i primjeni među privrednicima i akcionarkim društvima.

Međutim, proces prihvatanja prava obilježen je i nekim nedostacima. Da bi uspješno bila usvojena i primjenljiva pravila o novim pravnim oblicima treba imati u vidu da u Crnoj Gori nema veliki broj akcionarskih društava, a ni korporativna kultura u Crnoj Gori još uvijek nije razvijena, proces osnivanja akcionarskih društava je relativno složen postupak, skup i bez posebnih stimulansa za iste, i uglavnom se u pitanje skoro uvijek dovode prava manjinskih akcionara u društvu itd. Dakle, očigledno je da u Crnoj Gori postoji neravnoteža između primjene pozitivnih pravnih normi sadržanih u crnogorskim normativnim aktima i stvarnosti u nesprovođenju istih propisa.

---

<sup>147</sup> Stojanović, D.: Pojam „harmoniziranja“, „harmonizacije“ i „harmonije“ domaćeg prava sa pravom Evropske unije. U: Vukadinović, R. (ur.), Načela evropskog ugovornog prava i jugoslovensko pravo – prilog harmonizaciji domaćeg zakonodavstva. Kragujevac: Centar za pravo Evropske unije, Institut za pravne i društvene nauke, 2001., 95-104.

<sup>148</sup> Mijatović, D.M.: Izazovi recepcije prava evropske unije – primer Korporativnog prava u Srbiji, Pregledni naučni rad, doi: 10.5937/spz63-21316. <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/0039-2138/2019/0039-21381901091M.pdf>. Pristup 24/12/2019 u 18:00.

<sup>149</sup> Lat. *ius commune* - opšte pravo.

<sup>150</sup> [https://www.paragraf.me/nacrti\\_i\\_predlozi/NACRT\\_ZAKONA\\_O\\_PRIVREDNIM\\_DRUSTVIMA.pdf](https://www.paragraf.me/nacrti_i_predlozi/NACRT_ZAKONA_O_PRIVREDNIM_DRUSTVIMA.pdf). Pristup 25/12/2019 u 19:00.

Prevazilaženje ovih početnih problema može se ostvariti u sistematskom internom prihvatanju, tj. u ugledanju na sudsku praksu Evropske unije na konzistentan način. Ovo znači, da implementacija normi u potpuno drugačiju pravnu kulturu, njen sadržaj i posljedice mogu djelimično odstupati od načina primjene u originalnim uslovima, ali su modifikacije nepoželjne i nepredvidive, i stoga značajne za sudsku praksu zemlje koja prihvata i implementira pravne norme, ali mogu predstavljati kvalitetan putokaz pravnog djelovanja.

Uvažavanjem konstruktivne kritike procesa harmonizacije u oblasti korporativnog prava, u vremenskim, kadrovskim i finansijskim aspektima u Crnoj Gori, postignuta je preopterećenost nacionalnih zakonodavnih organa produktivnošću legislative Evropske unije. Iz tog razloga, značajnu podršku organizaciji profesionalnih preduzeća i akcionarskih društava u Crnoj Gori mogu dati institucije poput privrednih komora, a sve u cilju lakše adaptacije, davanjem uputstava, priručnika i podizanjem svijesti privrednih grupacija.

Dakle, zaključak je da prihvatanja normi i prava Evropske unije u oblasti korporativnog upravljanja u Crnoj Gori predstavlja ambivalentan proces, sa dvostrukim posljedicama.

S pozitivne strane, crnogorska privreda se sve više uključuje u savremena privredna kretanja i modernizuje, težeći ravnopravnom tretmanu, i povećanju konkurentnosti domaćih privrednih subjekata na tržištu Evropske unije. Međutim, neravnotežu između pravnog i realnog, s druge strane, treba uzeti u obzir pri promovisanju pravnih instituta u oblasti korporativnog upravljanja u crnogorsko pravo. Proces prihvatanja i harmonizacije prava često ne može biti konstruktivno ili opravdano, zbog ograničenja koji se ogledaju u velikim budžetima istog, ali zahtjevaju objektivno sagledavanje kako bi proces hamonizacije domaćeg korporativnog prava sa pravom Evropske unije u budućnosti bio što djelotvorniji.

#### **4.5.5 Novi načini nagrađivanja menadžmenta u zavisnosti od poslovnog rezultata preduzeća**

Savremeni načini nagrađivanja menadžmenta zahtijevaju efikasnu politiku i strategiju nagrađivanja menadžera, a sve u funkciji podsticanja rada menadžmenta, interesa vlasnika i opštu dobrobit preduzeća. Ovo pretpostavlja da strategija nagrađivanja postavi u okvire strategije upravljanje ljudskim potencijalima, na način koji podupire strategijske interese preduzeća.

Savremeni razvoj i kreiranje mehanizma nagrađivanja menadžmenta uglavnom se primjenjuje kombinovanjem politika nagrađivanja menadžera.<sup>151</sup>

- stvaranjem uslova da i menadžerima bude omogućeno biti vlasnikom dionica preduzeća na čijem čelu posluju;
- vezivanjem menadžerskih nagrada, tj. kompenzacija za ostvarenost rezultata poslovanja preduzeća, i u tom kontekstu omogućiti da menadžeri svoje interese i

---

<sup>151</sup> Babić, M., Simić, M., Šunje A., Puljić, M.: Korporativno upravljanje, principi i mehanizmi, Revicon, 2008., 78.

ciljeve ostvare samo ako istovremeno ostvaruju ciljeve i interese preduzeća i njegovih vlasnika;

- prijetnjom menadžerima otpuštanjem onda kada su postignuti loši rezultati poslovanja preduzeću za duži vremenski period, što može često biti fatalna posljedica za menadžere, obzirom da neuspješni menadžeri kasnije vrlo teško nađu novo zaposlenje usljed posljedica povećanja rizičnosti za postizanje uspjeha preduzeća.

Strategija nagrađivanja menadžera treba biti precizno definisana, sa naglaskom na preciznosti na osnovnim načelima programa nagrađivanja i donošenja odluka o naknadama i kompenzacijama i sadržati:<sup>152</sup>

1. definiciju konkurentnog tržišta i/ili definisanu grupu za upoređenje;
2. ciljne pozicije različitih komponenti plata menadžera;
3. ciljni miks ukupne plate (odnose fiksnog prema varijabilnom dijelu plate, kao i kratkoročne prema dugoročnim podsticajima itd.);
4. ciljni odnos između ostvarenih performansi i zarađene vrijednosti plate;
5. važnost dioničkog kapitala, izraz stvaranja vrijednosti za dioničare, dioničko vlasništvo vrha menadžmenta;
6. ispunjenje najvažnijih zakonodavnih, poreznih i računovodstvenih propisa;
7. principe nagrađivanja najviših menadžera u dijelu preduzeća koje se na primjer nalazi van matične zemlje.

Postojali su neki pristupi<sup>153</sup> koji su zagovarali teze da se sistem nagrađivanja menadžera zasniva na uspjesima u predhodnom periodu, ali oni nisu dali zadovoljavajuće rezultate, a u nekim situacijama su čak bili i kontraproductivni. Ovi pristupi su se zasnivali na nagrađivanju menadžera i članova upravnog odbora za protekle periode (uglavnom decenije) i kao takav su uglavnom nagrađivali neuspjeh, ali su u nekim finansijskim sektorima ovakvi sistemi nagrađivanja imali ključnu ulogu u rastu osjetljivosti finansijskih preduzeća na makroekonomske slomove koji su bili izazvani lomom tržišta nekretnina u Americi, te kreiranju neodrživih pozicija u bilansu.

Sistemi nagrađivanja u realnom sektoru su motivisani ka kratkoročnim orijentacijama na rezultate i uspjehe bez mogućnosti održivosti. Međutim, u velikom broju slučajeva iznosi drugih naknada i bonusa za menadžere uglavnom nisu odgovarali rezultatima, o čemu svjedoče i studije prije krize koje su ukazivale na nizak stepen korelacije performansi i nagrada, iako je cjelokupna regulacija u proteklih nekoliko decenija težila ka funkciji snaženja te veze. Ne slaganje između isplaćenih bonusa i rezultata, u prvim godinama krize je dostizala ogromne razmjere. Tako je, na primjer prosječni bonus pao tek za 4,7% kada su investicione banke sa Wall Street-a izgubile preko 11 miliona dolara, u drugoj polovini 2007. godine, uprkos katastrofalnim poslovanjem investicionih banaka, da bi bile u još

---

<sup>152</sup> Galetić, L.: Modeli nagrađivanja vrhovnog menadžmenta, u: Tipurić, Korporativno upravljanje, Sinergija, Zagreb, 2008., 448-449.

<sup>153</sup> Vuksanović, I., Kuč, V.: Kako unaprediti efektivnost korporativnog upravljanja: iskustvo iz krize, dostupno na <https://hrcak.srce.hr/86072>. Pristup 20/12/2019 u 18:00.

nepovoljnijoj situaciji tokom 2008. godine, godini kada se desio niz bankrotstava, preuzimanja preduzeća od strane države i kada je država paketima pokušavala spasiti iste, pri čemu su bonusi na Wall Street-u bili preko 18 milijardi dolara i približno isti kao i tokom 2004. godini velikog ekonomskog uzleta u SAD.<sup>154</sup>

Menadžerski ugovor je specifičan „*alat za definisanje procjene uspješnosti rada menadžmenta preduzeća koji treba da osigura pravedan način procjene odnosa između nagrada i postignutih efekata/učinaka/normi menadžera preduzeća*“.<sup>155</sup> Menadžerski ugovor je dokument koji stavlja u ravnotežu interese vlasnika i top menadžere preduzeća kontinuirano stvarajući dodatnu vrijednost, a ujedno je i akt tj. dokument slobodne preduzetničke volje obje strane, kojim se ostvaruje profesionalno spajanje moći novca, znanja i partnerstva.

Međunarodni ugovor vrlo precizno definiše „*pravila igre*“ između strana i predviđa cjelokupne scenarije za svaki ishod poslovne saradnje između subjekata, kao i raskida.<sup>156</sup>

Menadžerski ugovor definiše platu, nagrade i penale, ali pored toga balansira interese svih uključenih subjekata tako da budu usklađena: sudbina poslovnog poduhvata, prava, obaveze i lična odgovornost menadžera, profesionalna ovlašćenja u menadžmentu preduzeća i cjelokupne organizacije poslovanja, potvrđujući da menadžer preduzeća tehnički nije samo partner poslodavca, već je zadužen i za sprovođenje poslovne politike u preduzeću.

Menadžerski ugovor definiše mjesta i standarde organizacione uspješnosti preduzeća, čime se potvrđuje da ostvarivanje očekivanih rezultata treba biti u direktno proporcionalnom odnosu sa menadžerskim interesima, odnosno menadžerske naknade trebaju odgovarati kontekstu realizovanih poslovnih rezultata.

#### **4.5.6 Nadzorne funkcije ovlašćenih državnih organa**

Regulatorne reforme i poboljšanja kvaliteta propisa određene države u oblasti korporativnog upravljanja ima sposobnost povećanja produktivnosti preduzeća i vode smanjenju cijena, zajedno s poboljšanjima u kvalitetu, kao i asortimanu proizvoda i usluga. Brojna istraživanja, uključujući i neke koje je sproveo OECD, dokumentuju koristan efekat i regulatorne reforme države u okviru korporativnog upravljanja i u određenim industrijama.<sup>157</sup>

Povećano tržišno takmičenje određenih preduzeća može poboljšati rezultate u oblasti ekonomije neke zemlje, stvoriti nove poslovne mogućnosti njenim građanima, omogućiti smanjenje cijena određenih proizvoda ili usluga i sl.

Ipak, brojni zakoni države ograničavaju tržišni nastup preduzeća. Mnogi od tih zakona nadilaze okvire potrebnih elemenata ostvarenja ciljeva državne politike.

---

<sup>154</sup> Mahmutović, H., Šabić, A.: Modeli nagrađivanja korporativnih menadžera u funkciji razvoja kompanije Naučno-stručni skup sa međunarodnim učešćem "Quality 2015", Neum, BiH, 10. – 13. juni 2015., 49-50

<sup>155</sup> Šunje, A., Karić, E.: Demistificiranje menadžerskih ugovora, Zbornik radova: Korporativno upravljanje – pravca ekonomskog oporavka BiH, Revicon, Sarajevo, 2010., 35.

<sup>156</sup> Šunje, A.: Menadžerski ugovori u BiH, Seminar Korporativno upravljanje: Stanje i perspektive ekonomskog razvoja BiH, Dubrovnik, 2011.

<sup>157</sup> OECD: Alat za ocjenu učinaka na tržišno natjecanje II. Dio: Smjernice, Verzija 2.0, 2011., 7.

Vlade država mogu smanjiti nepotrebna ograničenja primjenom alata za ocjenu efekata tržišnog nastupa preduzeća, te definisati opštu metodologiju za utvrđivanje nepotrebnih ograničenja i razvijati alternativne mjere, manje restriktivnu politika kojima ipak može postići politiku vlade određene države. Neke od njih su procesi kontrole i nadzora tržišnog nastupa, koje obuhvata niz smjernica koje služe da identifikuju zakone i propise koji mogu nepotrebno ograničavati tržišni nastup preduzeća.

Država jačanjem ili smanjenjem nadzora može uticati na:

- procjenu nacрта novih zakona i propisa ocjenjujući program regulatornih efekata;
- procjenjivati uspješnost postojećih zakona i propisa u cjelokupnoj ili nekim sektorima privrede;
- može koristiti određena tijela za izradu i reviziju politika, a posebno u okviru ministarstava koja pripremaju zakone i sistem zaštite tržišnog nastupa preduzeća u procjeni efekata propisa na tržišni nastup preduzeća i sl.

Vlade država, često intervenišu na tržištima kako bi regulisale ponašanje preduzeća i za to nekad mogu postojati dobri ekonomski razlozi za intervencije, a posebno kao pokušaj spriječavanja neuspjeha preduzeća na tržištu, u situacijama kada je neophodan nadzor nad zajedničkim ili opštim javnim dobrima ili resursima, ograničavajući tržišnu snagu nekih subjekata, kao i smanjenju neefikasnosti zbog nedovoljnosti ili asimetričnosti informacija.

Pored regulisanja privrede, vlade država često regulišu i ponašanje korporativnih preduzeća u cilju promovisanja važnih ciljeva u području zdravlja ljudi, sigurnosti i zaštite na radu zaposlenih, kao i kvaliteta i zaštite okruženja.<sup>158</sup>

Raznovrsnosti i bogatstvo privrednih i društvenih ciljeva, kao i politike kojima se isti ostvaruju mogu biti vrlo različiti, a sve u svrhu sprječavanja ostvarivanja tržišne snage koja može proilaziti iz prirodnog monopola, vlade država tradicionalno upotrebljavaju propise o kojima kontrolišu cijene ili stopu dobiti.

U cilju kontrole negativnih posljedica koje stvara zagađenje okruženja, na primjer, vlade država propisuju određene visine propisa i poreze, uvode ograničenja količine i sprovode inovativne programe, rade na obezbijedenju osiguranja potrošača, utvrđuju minimalne standarde kvaliteta npr. farmaceutskih proizvoda i/ili medicinske opreme kako bi smanjile nesreće na radnom mjestu, u cilju smanjenja smrtnosti zaposlenih, intervenišu u svrhu utvrđivanja smjernica i minimalnih standarda o sigurnosti i zaštiti na radnom mjestu u preduzećima; definišu načine obezbijedenja sigurnosti putnika u saobraćaju; nalažu i kontrolišu primjenu određenih sredstava i opreme i sl.

Ipak, u praksi se, u posljednjih nekoliko godina podrazumijeva da država rješava probleme funkcionisanja crnogorskog sistema korporativnog upravljanja. Međutim, država nema takva ovlašćenja, obzirom da se prava akcionara isključivo ostvaruju na njihov lični zahtjev. Ovo je na primjer, uočljivo u slučaju tužbe za nadoknadu štete protiv odgovornog direktora, koju ne pokreće država, već individualno ili derivativno akcionari ili društvo. Država, isto tako nije subjekat koji treba da imenuje članove odbora direktora, sem u slučaju kada je većinski vlasnik, te država ne vrši nadzor rada društva, već to rade

---

<sup>158</sup> Jocić, M.: Sistem korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, Montenegrin journal of economics No 64 1, Vol. VII, 2011., 63-71.

akcionari. Ostvarivanje prava akcionara na informisanje, takođe je nezavisno od države, jer je zavisno od inicijative akcionara. Država ne učestvuje u raspodjeli dividendi akcionarima, obzirom da tu odluku uvijek donosi akcionarska skupština, te država nije subjekt koji definiše i zahtjeva poštovanje kodeksa korporativnog upravljanja, obzirom da akcionarska društva sama treba da prepoznaju ekonomsku korist od poštovanja istih.

Sve navedeno, ukazuje na zaključak da država ne treba, a i ne smije, rješavati probleme između nosioca materijalnih interesa akcionarskog društva, sem onih za koje je, pozitivnim pravom, ovlašćena. Dakle, subjekti korporativnog upravljanja se ne mogu i ne trebaju obraćati državi za rješavanje međusobnih sukoba i problema vezano za implementaciju sistema korporativnog upravljanja, sem ona u kojima je isključivo ona nadležna. Svakako, uloga države u rješavanju problema u oblasti korporativnog upravljanja postoji u obezbjeđivanju potrebnih institucionalnih i pravnih uslova koji podrazumijevaju zaštitu interesa i prava subjekata korporativnog upravljanja.<sup>159</sup>

#### **4.5.7 Brže usvajanje standarda i preporuka u ovoj oblasti na nivou Evropske Unije**

Crnogorski sistem korporativnog upravljanja se razvija u specifičnim uslovima, koji su ograničavali njegov razvoj, a koji se ogledaju u uslovima u kojima ne postoji duža akcionarska praksa, ne postoji dovoljano razvijen institucionalni i pravni okvir, ne postoji razumijevanje značaja kvalitetnog sistema korporativnog upravljanja i sl.

U Crnoj Gori je, od samog početka, tj. od trenutka samostalnog regulisanja kompanijskog prava i rješavanjem problema korporativnog upravljanja, postojala jasna namjera u stvaranju okvira korporativnog upravljanja sa ciljem zadovoljenja interesa svih ili većine zainteresovanih subjekata tj. akcionarskih društava.

Sistem crnogorskog korporativnog upravljanja se i danas nalazi u razvoju. Neophodno je da se institut crnogorskog korporativnog upravljanja formalno uskladi sa međunarodnim standardima, te da se obezbijedi primjena principa korporativnog upravljanja u praksi.<sup>160</sup>

Iako su se u Crnoj Gori u pravnom okviru desile značajnije pozitivne promjene funkcionisanja korporativnog upravljanja, neophodno je i dalje intenzivno raditi na unapređenju određenih oblasti kako bi sistem crnogorskog korporativnog upravljanja bio konkurentniji primjenom odgovarajućih modela koji su razvijeni u razvijenim ekonomijama.

Najvažnije mane sistema korporativnog upravljanja crnogorskog uočene su u djelatnostima poput: kasnog usvajanja nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja, protivrječnost između postojećeg modela korporativnog upravljanja i prakse primjene korporativnog upravljanja u crnogorskim preduzećima; nedovoljnost finansiranja akcionarskih društava na tržištu kapitala; sporna i neefikasna primjena modela privatizacije; raskidanje ugovora i postojanje velikih problema u oblasti korporativnog upravljanja u privatizovanim preduzećima; zablude o načinu primjene i rješavanja istih; sporost u reagovanju na

---

<sup>159</sup> Jocović, M.: Sistem korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, Montenegrin journal of economics No 64 1, Vol. VII, 2011., 63-71.

<sup>160</sup> Jocović, M.: Sistem korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, Montenegrin journal of economics No 64 1, Vol. VII, 2011., 63-71.

tendencije razvoja korporativnog upravljanja na nivou Evropske unije; nedovoljnost transparentnosti funkcionisanja akcionarskih društava i sl.

Crnogorski sistem je dug niz godina bio kritikovan zbog nepostojanja mekog prava u oblasti korporativnog upravljanja. Prvi Kodeks korporativnog upravljanja je usvojen sedam godina od usvajanja Zakona o privrednim društvima u okviru Montenegro berze, što potvrđuje činjenicu da je inicijativa za donošenje mekog prava potekla od berze u Crnoj Gori, što je vrlo često i u uporednom pravu, obzirom da i evropske zemlje takođe kodeks korporativnog upravljanja razvijaju u okviru berzi. Tako je i ovaj kodeks u oblasti korporativnog upravljanja nastao kao rezultat saradnje Montenegro berze i Međunarodne finansijske korporacije (IFC: *International Finance Corporation*) kao članice Svjetske banke. Učešćem domaćih i međunarodnih eksperata i sa podrškom i sugestijama ulagača na ovaj način dobijen je kredibilitet koji je predstavljao uslov za praktičnu primjenu, ali bez obzira na pozitivne efekte koje je donio, stručnjaci u oblasti korporativnog upravljanja uglavnom smatraju da se sa njim zakasnilo.<sup>161</sup>

## ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Razvoj teme korporativnog upravljanja nije trend niti je rezultat slučajnosti, već je u potpunosti povezan s evolucijom savremenog poslovanja i odvajanjem vlasništva i odluka, pa se ova pitanja ne tiču samo dioničara i menadžera. Postoji svijest da se korporativno upravljanje mora proširiti na sve odnose menadžera sa dioničarima koji su, na primjer, zaposleni, dobavljači, kupci i dioničari i drugi. Istraživanje sprovedeno ovim magistarskom radu se bavila analizom unapređenja efektivnosti mehanizama korporativnog upravljanja kao vrlo složene istraživačke teme.

U praksi je poznato, da ne postoji jedinstven i uvijek optimalan izbor modela korporativnog upravljanja, obzirom da je zavisian od pravne regulative, institucionalnih okvira i tradicije zemlje. Međutim, tradicija i dosadašnja istraživanja ukazuju da se u svijetu razvijaju spektri različitih pristupa korporativnog upravljanja. Kako tržišta korporativne kontrole i regulatorni sistem korporativnog upravljanja u Crnoj Gori i drugih zemalja u tranziciji, još uvijek nisu razvijeni s teorijskog i regulatornog aspekta, istraživanje internih mehanizama korporativnog upravljanja ima poseban teorijski i praktični značaj.

Značaj korporativnog upravljanja ogleda se u jačanju korporativne odgovornosti, ograničavanju zloupotrebe moći nad resursima preduzeća i zaštiti interesa akcionara, ali i menadžmenta preduzeća. Različiti interni mehanizmi korporativnog upravljanja imaju svoje prednosti, ali i nedostatke. Dok je ključna prednost modela koji važi u anglo-saksonskim zemljama mogućnost prikupljanja velikih suma finansijskih sredstava, budući da veliki broj vlasnika obezbijeduje kapital preduzeću, nedostatak se ogleda u mogućnosti da menadžeri, uslijed pasivnosti malih akcionara, ostvare značajnu moć i donesu odluke usmjerene ka pretjeranom investiranju. Primjena određenih internih mehanizama korporativnog upravljanja od presudne je važnosti za što bolje usklađivanje interesa menadžmenta i akcionara što ima direktan uticaj na cjelokupno poslovanje određenog preduzeća.

---

<sup>161</sup> Jocić, M.: Sistem korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, Montenegrin journal of economics No 64 1, Vol. VII, 2011., 63-71.



Kao dio institucionalnog okvira, korporativno upravljanje daje mogućnost usmjeravanja i kontrole preduzeća pružajući podsticaj ostvarivanja ciljeva u interesu preduzeća i njegovih vlasnika, ali i šire društvene zajednice. Veća koncentracija vlasništva, znači da je kontrola u rukama velikih akcionara koji imaju veću moć da utiču na donošenje odluka koje povećavaju profitabilnost. Koncentracija vlasništva može biti efektivan mehanizam korporativne kontrole budući da veliki akcionari imaju interes da nadgledaju i disciplinuju rad menadžera i u stanju su da utiču na donošenje strateških odluka.

Ovaj magistarski rad bio je započet predstavljanjem teorijskih temelja koncepta „*korporativnog upravljanja*“, obzirom da je postojala potreba da se razumje potreba, kako bi se uočila rješenja. Potrebe su proistekle iz sukoba između menadžera i dioničara, a sukobi su uzrokovali negativne posljedice na rad preduzeća. Odgovarajući lijek mogao bi biti sistem upravljanja koji se sastoji od unutrašnjih mehanizama poput upravnog odbora, odbora, revizora, nadzornog odbora i sl., i spoljašnjih mehanizama koji su uglavnom finansijsko tržište, tržište dobara i usluga, radne snage i tržište menadžera. Međutim, postojanje jednog ili više ovih mehanizama samo po sebi nije garancija efikasnosti.

Najvažnije mane sistema korporativnog upravljanja crnogorskih preduzeća uočene su u slijedećim elementima: kašnjenje usvajanja nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja; protivrječnost između postojećeg modela korporativnog upravljanja i prakse primjene korporativnog upravljanja u crnogorskim preduzećima; nedovoljnost finansiranja akcionarskih društava na tržištu kapitala; sporna i neefikasna primjena modela privatizacije; raskidanje ugovora i postojanje velikih problema u oblasti korporativnog upravljanja u privatizovanim preduzećima; zablude o načinu primjene i rješavanja istih; sporost u reagovanju na tendencije razvoja korporativnog upravljanja na nivou Evropske unije; nedovoljnost transparentnosti funkcionisanja akcionarskih društava i sl.

Teorijsku analizu u oblasti korporativnog upravljanja pratile su mnoge zablude i to ne samo u crnogorskoj privredi, već i u mnogim drugim ekonomijama zemalja u tranziciji, a posebno o modelima praktičnog rješavanja, među kojima je jedna od važnijih bila da država treba da rješava većinu takvih problema, a što je uglavnom bila posljedica nerazumijevanja načina funkcionisanja korporativnog upravljanja. Ovaj magistarski rad je potencirao istraživanje mehanizama korporativnog upravljanja ukazujući na neminovnost unapređenja korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, kako bi se povećala ekonomska efikasnost i tržišnog privređivanja preduzeća.

Dosadašnja analiza pravnih propisa u Crnoj Gori jasno pokazuju da bi prava akcionara u Crnoj Gori trebala biti jednaka pravima akcionara u Evropskoj uniji. Međutim, Crna Gora se uglavnom nalazi na samom dnu ljestvice u smislu zaštite akcionarskih prava u Evropi, zajedno sa Srbijom i drugim državama u regionu.

Da bi akcionari uživali efektivnu zaštitu, njih treba da štite prije svega pravne norme, ali je još važnije da iza pravnih normi bude propisana efektivna primjena tih propisa u praksi, a njihova primjena može biti dobrovoljna ili prinudna. Može se zaključiti da efikasnost sprovođenja zaštite akcionarskih prava treba procijeniti sprovođenjem detaljnog istraživanja i analize crnogorskih javnih i privatnih izvršenja, utvrđujući probleme koji u tim oblastima postoje u pogledu nedovoljnosti kapaciteta, nedovoljnosti relevantnog znanja, potrebe za promjenama i operativnim sprovođenjem, kao i faze i korake koje treba razumijeti i sprovesti kako bi se problemi povećanja efikasnosti zaštite akcionara efikasnije riješili.

Svakako, se na osnovu sprovedenog istraživanja u ovom magistarskom radu donijeti neki najvažniji zaključci:

- da je crnogorski model korporativnog upravljanja pretežno zasnovan na imperativnim odredbama koji se nalaze u Zakonu o privrednim društvima;
- u slučajevima kada zakonske odredbe nisu mandatorne, preduzeća se u Crnoj Gori koriste pravo da odnose u preduzeću definišu prema dispozitivnim zakonskim odredbama, a ne prema opštim aktima;
- u preduzeću odbor direktora i akcionari imaju presudnu ulogu u donošenju odluka od najvećeg značaja, što potvrđuje činjenicu da izvršni menadžment preduzeća nije glavni akter korporativnog upravljanja;
- kada se govori o transparentnosti u crnogorskim preduzećima, bez težnje da se ostvari veća transparentnost ispunjavaju se samo minimalni zakonski uslovi, bez objavljivanja akata u medijima ili dostavljanjem istih akcionarima;
- struktura korporativnog upravljanja u crnogorskim preduzećima se zasniva na imperativnim zakonskim normama formirajući samo obavezne organe akcionarskog društva, bez posebnih komisija odbora direktora kao u uporednom pravu;
- aktivno učešće u upravljanju crnogorskih preduzeća ima odbor direktora koji se profesionalizuje, pri čemu se od članova odbora direktora ne zahtijeva ispunjavanje specijalnih uslova vezanog za iskustvo, profesionalnu kvalifikaciju ili izbjegavanje članstva u drugim odborima, propisuju minimalne zakonske uslove koristeći zakonski data ovlašćenjem da preduzeća sama propisuju uslove za izbor članstva.

Isto tako, zaključak koji se može postaviti istraživanjem koji je sproveden ovom magistarskom tezom ogleda se u potvrđivanju hipoteze koja je postavljena na početku, a to je da se primjenom internih mehanizama korporativnog upravljanja omogućuje efikasniji način upravljanja usklađujući interese menadžmenta i akcionara, te da se u crnogorskim preduzećima nedovoljno i neefikasno koriste mjere internih mehanizama korporativnog upravljanja koji imaju zadatak da usklađuju interese menadžmenta i akcionara.

Preduzeća u Crnoj Gori su tek na početku implementacije osnovnih (kako internih, tako i eksternih) korporativnih instrumenata, premda su osnovna načela, koja se odnose na institucionalne osnove i poštovanje osnovnih prava akcionara najčešće prisutni. Istovremeno je evidentno, da prava manjinskih akcionara često nisu na najadekvatniji način ispoštovana, te da je praksa izbora odbora direktora često veoma problematična, kao da još uvijek ne postoji svijest o važnosti stakeholder-skog pristupa korporativnom upravljanju u crnogorskim preduzećima. Sprovedeno istraživanje, takođe potvrđuje da postoji pozitivan nezanemarljiv efekat kvaliteta korporativnog upravljanja na profitabilnost crnogorskih preduzeća.

## LITERATURA

- [1.] Adams, R., Mehran, H.: Is corporate governance different for Bank Holding Companies? FRBNY Economic Policy Review / April 2003.
- [2.] Aghion, Ph., Bolton, P., Tirole, J.: Exit Options in Corporate Finance: Liquidity versus Incentives, Review of Finance, vol. 8, issue 3, 2004.
- [3.] Albouy, M., Charreaux, G.: La Finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant?, Revue française de gestion 2005/4, n° 157, 2005.
- [4.] Anđelić, M., Rodić, S., Šeškar, L.: Uvod u korporativno upravljanje, Beograd, Beogradska berza, 2004.
- [5.] Aoki, M.: Information Corporate Governance and Institutional Diversity: competitiveness in Japan, the USA, and the transitional economies, NEWYORK: Oxford University Press, 2000.
- [6.] Babić, M., Simić, M., Šunje A., Puljić, M.: Korporativno upravljanje, principi i mehanizmi, Revicon, 2008.
- [7.] Babić, V.: Korporativno upravljanje u uslovima koncentracije i disperzije vlasništva, u monografiji Korporativno upravljanje u tranziciji – vlasništvo, kontrola, menadžerske kompetencije, Ekonomski fakultet u Kragujevcu, 2006.
- [8.] Bahtijarević-Šiber, F., Sikavica, P., Pološki Vokić, N.: Suvremeni menadžment – vještine, sustavi i izazovi, Školska knjiga, Zagreb, 2007.
- [9.] Bebchuk, L.A., Pried, M.: Executive Compensation as an Agency Problem, Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No 3., 2003.
- [10.] Becht, M., Bolton, P., Röell, A., Corporate Governance and Control, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N°. 02/2002 Updated August 2005.
- [11.] Bratton, W.W., McCahery, J.A.: Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference, Columbia Journal of transitional law, 1999.
- [12.] Cadbury, A.: Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Gee, London, December, 1992.
- [13.] Caprio, G. Jr., Levine, R.: Corporate governance of banks: Concepts and international observations. Global Corporate Governance Forum 1818 H Street, NW, Washington DC, 20433 USA, 2003.
- [14.] Charreaux, G.: A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise. Finance Contrôle Stratégie, Vol 5, N° 3, September 2002.
- [15.] Charreaux, G.: Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. Revue du Financier, 127, 2000.
- [16.] Charreaux, G.: Pour une gouvernance d'entreprise comportementale. Une réflexion exploratoire.... Revue française de gestion 2005 /4, n157, 2005.
- [17.] Chen, J.: Market-Based Corporate Governance System, 2019.  
<https://www.investopedia.com/terms/m/market-based-corporate-governance.asp>.
- [18.] Chiu, I-H.Y.: An Institutional Theory of Corporate Regulation European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. University College London - Faculty of Laws, 400/2018.
- [19.] Council regulation EC, No 2157/2001, čl. 38-51.
- [20.] Denis, D. K., McConnell, J.J.: International Corporate Governance, ECGI, Finance Forking Paper No 05/2003.
- [21.] Dobak, M.: The Role of Executives Play in Transformational Processes, unpublished paper presented to the VI. Chemnitz East Forum, Chemnitz, March 19-22, 2003.

- [22.] Đorđević, M.: Korporativno upravljanje, geneza, modeli, problemi, Privredna izgradnja, XLVII: 3-4, 2004.
- [23.] Du Plessis, J.J., Hargovan, A., Harris, J.: Principles of Contemporary Corporate Governance, Cambridge University Press, 2018.
- [24.] Đulić, K., Kuzman, T.: Zaštita prava manjinskih akcionara: pravni okvir i primena, Pod lupom 4, Kvartalni monitor Br. 30, jul–septembar 2012.
- [25.] Eapen, S.: 4 rules for effective corporate governance, October 21, 2017. <https://www.greenbiz.com/article/4-rules-effective-corporate-governance>
- [26.] EC, Company Law and Corporate Governance: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/doing-business-eu/company-law-and-corporate-governance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/doing-business-eu/company-law-and-corporate-governance_en).
- [27.] Edwards, H.: Community as leadership, Cheltenham, Edwards Elgar, 2015.
- [28.] European Parliament: Relation between company supervisory and the management, Study, 2012.
- [29.] EWMI/PFS Program / Lectures on Corporate Governance - Three Models of Corporate Governance – December2005.doc, 2005.
- [30.] Fernando, A.C.: Corporate Governance Principles, Policies and Practices, Third edition, Pearson Education Publication, 2009.
- [31.] Fransman, M.: Information, Knowledge, Vision and Theories of the Firm. in G. Dosi, D.J. Teece et J. Chitry, Technology, Organization and Competitiveness– Perspectives on Industrial and Corporate Change, Oxford University Press, 1998.
- [32.] Friedman, H.: Capitalism and Freedom: Fortieth Anniversary Edition, University of Chicago Press First edition edition, November 15, 2002.
- [33.] Galetić, L.: Modeli nagrađivanja vrhovnog menadžmenta, u: Tipurić, Korporativno upravljanje, Sinergija, Zagreb, 2008.
- [34.] Gray, C., Hanson, R.: Corporate Governance in Central and Eastern Europe: Lessons from Advanced Market Economies, Policy Research Department, World Bank, 1993.
- [35.] Gregorič, A., Prašnikar, J., Ribnikar, I.: Corporate Governance in Transitional Economies: The Case of Slovenia, Economic and Business Review, Vol. 2, No. 3, Ljubljana, 2000.
- [36.] Holmström, B., Tirole, J.: Market Liquidity and Performance Monitoring, Journal of Political Economy, Vol. 101, No. 4, Aug., 1993.
- [37.] Jocović, M.: Sistem korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, Montenegrin journal of economics No 64 1, Vol. VII, 2011..
- [38.] Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore: Unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori Podgorica, [http://www.scmn.me/images/files/publikacije/3\\_Unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-Crnoj-Gori.pdf](http://www.scmn.me/images/files/publikacije/3_Unapredjenje-korporativnog-upravljanja-u-Crnoj-Gori.pdf), jun 2009.,.
- [39.] Konzorcijum Ekonomskih fakulteta Podgorice, Beograda i Ljubljane, Analiza efekata dosadašnje privatizacije u Crnoj Gori, 2009.
- [40.] Kose, J., Dedia, S.: Design of Corporate Governance: Role of Ownership Structure, Takeovers, and Bank Debt, Article in SSRN Electronic Journal · December 2006.
- [41.] Kozarzewski, P.: Corporate Governance Restructuring in the Course of Privatization in Poland, In Enterprise in Transition, Fourth International Conference on Enterprise in Transition, Proceedings Book of Extended Abstracts, CD ROM with full papers, University of Split, Faculty of Economics, Split - Hvar, 2001.
- [42.] Krkač, K.: Uvod u poslovnu etiku i korporacijsku društvenu odgovornost, Mate d.o.o., Zagreb, 2007.

- [43.] Kuznetsov, A., Kuznetsov, O.: Corporate Governance: Does the Concept Work in Transition Countries?, *Journal of East European Management Studies*, Vol. 8, No. 3, 2003.
- [44.] Larcker, D., Tayan, B.: *Corporate Governance Matters*, FTpress, New Jersey, 2011.
- [45.] Lendel, V.: *Application of Cooperative Management in Enterprises: Management Approach, Problems and Recommendations*, University of Žilina, DOI: 10.1007/978-3-319-17347-4\_5, January 2015.
- [46.] Levine, R.: The corporate governance of banks. A concise discussion of concepts and evidence. World Bank Policy Research Working Paper, n° 3404, September 2004.
- [47.] Lojpur, A.: *Analiza efekata dosadašnje privatizacije u Crnoj Gori; Privatizacija i razvoj finansijskog tržišta u Crnoj Gori*, Ekonomski fakultet u Podgorici, 2008.
- [48.] Louizi, G.: Impact du conseil d'administration sur la performance des banques tunisiennes. XVème conférence internationale de management stratégique, Annecy/Genève 13-16 Juin 2006.
- [49.] Mac Avoy, W. P., Millstein, M. I.: *The Recurring Crisis in Corporate Governance*, Palgrave Macmillan, New York, 2003.
- [50.] Macey, J.R., O'Hara, M.: *Corporate Governance* <https://www.newyorkfed.org/media/library/media/research/epr/2003/EPRvol9no1.pdf>, 2003.
- [51.] Macey, J.R., O'Hara, M.: *The Corporate Governance of Banks*. Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, Special Issue, Vol 9, N°1, Avril, 2003.
- [52.] Machiraju, H.R.: *Corporate Governance*, Second edition, Himalaya Publishing House, 2007.
- [53.] Mack, S.: *Seven Characteristics of Good Corporate Governance*, Reviewed by Michelle Seidel, B.Sc., LL.B., MBA, 08, 2019.
- [54.] Mahmutović, H., Šabić, A.: *Modeli nagrađivanja korporativnih menadžera u funkciji razvoja kompanije Naučno-stručni skup sa međunarodnim učešćem "Quality 2015"*, Neum, BIH, 10. – 13. juni 2015.
- [55.] Martynova, M., Renneboog, L.: *A Corporate Governance Index: Convergence and Diversity of National Corporate Governance Regulations*, Tilburg University, European Corporate Governance Institute, 7, 2010.
- [56.] Mihailović, M.: *Odnos menadžmenta preduzeća i korporativnog upravljanja*, Pregledni rad UDK: <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/2217-401X/2016/2217-401X1601004M.pdf>.
- [57.] Mijatović, D.M.: *Izazovi recepcije prava evropske unije – primer Korporativnog prava u Srbiji*, Pregledni naučni rad, doi: 10.5937/spz63-21316. <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/0039-2138/2019/0039-21381901091M.pdf>.
- [58.] Miškić, M.: *Upravljanje s posebnim osvrtom na društva za osiguranje: doktorska disertacija*, Univerzitet u Novom Sadu, Fakultet tehničkih nauka, Departman za industrijsko inženjerstvo i menadžment, 2008.
- [59.] Morck, R., Schleifer, A., Vishny R.W.: Do managerial objectives drive bad acquisitions? *Journal of Finance*, n°45, 1990..
- [60.] *Moving Forward – A Guide to Improving Corporate Governance Through Effective Internal Control: A Response to Sarbanes–Oxley*, Deloitte & Touche, januar 2003.
- [61.] Mtanos, R., Paquerot, M.: *Structure de propriété et sous performance des firmes: une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché*. Finance Contrôle Stratégie, Volume 2, N°4, 1999.

- [62.] Musa, H., Musová, Z., Debnárová, L.: Importance of Corporate Governance in Socially Responsible Behaviour of Enterprises, Open access peer-reviewed chapter, DOI: 10.5772/intechopen.70536, 2017.
- [63.] Nakkiran, S.: Cooperative Management: Principles and Techniques: Revised and Updated Fifth Edition, Goodreads, Deep and Deep, New Delhi, 2006.
- [64.] O'Sullivan, M.: Corporate Governance: scandals, scoundrels, scapegoats and systems, INSEAD Quarterly, 4, 2003.
- [65.] OECD: Alat za ocjenu učinaka na tržišno natjecanje II. Dio: Smjernice, Verzija 2.0, 2011.
- [66.] OECD: Principi korporativnog upravljanja, 2004., <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34625094.pdf>.
- [67.] Portier, Ph.: Gouvernance d'entreprise et relations actionnaires- dirigeants: vers de nouveaux paradigmes?, Études à la mémoire de F.-C. Jeantet, LexisNexis, 2010.
- [68.] Pučko, D.: Corporate governance in European transition economies: emerging models, management, Vol. 10, 1, 2005.
- [69.] Rabin, M.: A Perspective on psychology and economics. European Economic Review, vol. 46, 2002.
- [70.] Satheesh, K.: Corporate Governance, Oxford Higher Education Publication, 2nd Edition, 172, 448. 2010.
- [71.] Savović, S.: Koncentracija vlasništva kao interni mehanizam korporativne kontrole Časopis "Ekonomске teme", XLVI, br. 3, 2008.
- [72.] See, W., Kester, C.: Governance, Contracting, and Investment Horizons: A Look at Japan and Germany, in Studies of International Corporate Finance and Governance Systems: A comparison of the US, Japan and Europe. 1997.
- [73.] Slapničar, S.: Analiziranje dejavnikov za oblikovanje in razdelitev bilančnega dobička, in Analiziranje kot eno od informacijskih orodij ukrepanja (poslovnih) ravnateljcev, 9th Symposium on Contemporary Issues of Business Performance and Organisational Analysis, Zveza ekonomistov Slovenije, Portorož, September 24 - 26, 2003.
- [74.] Stiglitz, J.E., Edlin A.S.: Discouraging rivals, managerial rent seeking and economic insufficiencies. NBER Working Paper, No. 4145, 1992.
- [75.] Stojanović, D.: Pojam „harmoniziranja“, „harmonizacije“ i „harmonije“ domačeg prava sa pravom Evropske unije. U: Vukadinović, R. (ur.), Načela evropskog ugovornog prava i jugoslovensko pravo – prilog harmonizaciji domačeg zakonodavstva. Kragujevac: Centar za pravo Evropske unije, Institut za pravne i društvene nauke, 2001.
- [76.] Šunje, A., Karić, E.: Demistificiranje menadžerskih ugovora, Zbornik radova: Korporativno upravljanje–pravca ekonomskog oporavka BiH, Revicon, Sarajevo, 2010.
- [77.] Šunje, A.: Menadžerski ugovori u BiH, Seminar Korporativno upravljanje: Stanje i perspektive ekonomskog razvoja BiH, Dubrovnik, 2011.
- [78.] Tipurić, D.: Nadzorni odbor i korporativno upravljanje, Sinergija nakladništvo d.o.o., Zagreb, 2007.
- [79.] Triki Damak, S.: The corporate governance mechanisms: evidence from Tunisian banks, IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM), [www.iosrjournals.org](http://www.iosrjournals.org), ISSN: 2278-487X, p-ISSN: 2319-7668. Volume 9, Issue 6, Mar. - Apr. 2013.
- [80.] Ulen, T.: The Growing Pains of Behavioral Law and Economics. The Growing Pains of Behavioral Law and Economics, Vanderbilt Law Review, vol. 51, 1998.
- [81.] Vlada Crne Gore: Program ekonomskih reformi za Crnu Goru 2015-2018., Podgorica, 2015.

- [82.] Vučković, V., Vušković, S., Razvoj korporativnog upravljanja u tranzicionim zemljama Evrope, Megatrend revija, Vol. 13, № 2, 2016.
- [83.] Vuksanović, I., Kuč, V.: Kako unaprediti efektivnost korporativnog upravljanja: iskustvo iz krize, dostupno na <https://hrcak.srce.hr/86072>.
- [84.] Wiig, K.: Knowledge management foundations, Arlington, Tx: Schema Press, 2002.
- [85.] Zakon o privrednim društvima Crne Gore: 2008.
- [86.] Zakon o privrednim društvima, ("Sl. list RCG", br. 6/2002, "Sl. list CG", br. 17/2007, 80/2008, 40/2010 - dr. zakon, 36/2011 i 40/2011 - dr. zakon)
- [87.] Zingales, L.: In Search of New Foundations. The journal of finance. Vol. LV, №. 4, avgust 2000.

## Web izvori

- [88.] <http://www.businessdictionary.com/definition/corporate-management.html>.
- [89.] <http://www.poreskauprava.gov.me/biblioteka/zakoni>.
- [90.] <http://www.privrednakomora.me/multimedija/privredne-djelatnosti/zakon-o-preuzimanju-akcionarskih-drustava>.
- [91.] <http://www.scmn.me/images/files/Zakoni-i-uredbe/Zakon-o-dobrovoljnim-penzionim-fondovima.pdf>.
- [92.] <http://zakoni.skupstina.me/zakoni/web/dokumenta/zakoni-i-drugi-akti/345/1633-10237-09-3-17-2.pdf>.
- [93.] <https://smallbusiness.chron.com/difference-between-corporate-governance-corporate-management-61799.html>.
- [94.] <https://smallbusiness.chron.com/seven-characteristics-good-corporate-governance-57207.html>.
- [95.] <https://studycave.in/2018/12/corporate-governance.html>.
- [96.] <https://www.cbcbg.me/me/o-nama/regulativa/zakoni>.
- [97.] <https://www.educba.com/successful-corporate-management/>.
- [98.] <https://www.homeworks.org/content/about-co-ops-and-7-cooperative-principles>.
- [99.] [https://www.paragraf.me/nacrti\\_i\\_predlozi/NACRT\\_ZAKONA\\_O\\_PRIVREDNIM\\_DRUSTVIMA.pdf](https://www.paragraf.me/nacrti_i_predlozi/NACRT_ZAKONA_O_PRIVREDNIM_DRUSTVIMA.pdf).
- [100.] <https://www.paragraf.me/propisi-crnegore/zakon-o-panicnom-postupku.html>.
- [101.] <https://www.pearse-trust.ie/blog/bid/108866/the-core-principles-of-good-corporate-governance>.
- [102.] <https://www.slvrec.com/content/7-cooperative-principles>.
- [103.] <https://www.yumpu.com/xx/document/view/40052530/zakon-o-izvrsnom-postupku-sudovi-crne-gore>.

## POPIS TABELA

<b>Tabela 1.</b> Primarne interesno-uticajne grupe .....	34
<b>Tabela 2.</b> Sekundarne interesno-uticajne grupe.....	34