

Marija Đorđević\*

## KORPORATIVNO UPRAVLJANJE: VLASNIŠTVO, KONTROLA I PRAVA AKCIONARA

### Uvod

Korporativno upravljanje je i temporarno i prostorno menjalo svoj položaj na svetskoj pravno-ekonomskoj sceni. Bez obzira na način definisanja vođenja kompanije, problemi sa kojima se menadžeri i akcionari sreću su isti u svim ekonomijama. Neki od njih su: zaštita vlasništva akcionara, definisanje i obezbeđenje poštovanja prava deoničara, poslovanje u skladu sa zakonom i kontrola menadžmenta.

Vlasništvo predstavlja osnov za upravljanje i sticanje kontrole u preduzećima. Diferencijacija strukture kapitala u pojedinim zemljama je proizašla iz različitosti stepena pravne zaštite akcionara i investitora.

Prava akcionara su nastala iz njihovog vlasništva nad preduzećem. Definisanje prava ne znači i njihovo respektovanje, pa je prisutna težnja da se legislativnim normama obezbedi poslovanje u skladu sa njima, a u cilju zaštite privatnog kapitala.

Zemlje u tranziciji, zbog specifičnosti ekonomskog i pravnog sistema, bore se sa neadekvatnim uslovima u kojima bi bliže bila definisana prava akcionara. Nerazvijenost tržišta kapitala, neusklađena zakonska regulativa, obezvređivanje imovine u procesu privatizacije, su samo neki od problema sa kojima tranziciona ekonomija mora da se izbori.

Kontrola kompanija je baza za očuvanje interesa akcionara. Može biti interna i eksterna. Težnja je uspostaviti nezavisan sistem kontrole, kako bi poslovanje bilo pravedno i transparentno.

Uočavajući navedene oblasti upravljanja kompanijom kao žarište problema, ne samo tranzicionih zemalja, već i razvijenih zemalja, opredelili smo se da u radu obradimo: modele vlasništva, sa osvrtom na zastupljenost pojedinih oblika vlasništva u Bugarskoj (kao predstavnici zemalja u razvoju), prava akcionara prema OECD-ovim principima korporativnog upravljanja i probleme sa kojima se sreću zemlje u tranziciji (slučaj Rusije). Poseban osvrt je, u cilju zaštite prava akcionara, na sistemima kontrole u razvijenim zemljama.

---

\* Student IV godine, Ekonomski fakultet Subotica – Odeljenje Novi Sad

Rad je nagrađen Izuzetnom nagradom na Konkursu za izradu naučnih i stručnih radova studenata Univerziteta u Novom Sadu 2005. Rad je primljen februara 2006. godine.

## Vlasništvo kao osnov za upravljanje kompanijom

Vlasništvo, kao jedan od osnovnih i najvažnijih pojmova, koji se vezuje za vladavinu korporacijom, prvenstveno se odnosi na donošenje esencijalnih odluka u preduzeću. Stiže se kupovinom akcija korporacije.

Kada se govori o vlasništvu kao osnovu za upravljanje kompanijom misli se na vlasništvo nad akcijama sa pravom glasa. **Akcije sa pravom glasa** su vlasničke hartije od vrednosti, koje vlasniku donose određen broj glasova, proporcijalno broju posedovanih akcija. Akcionari su u prilici da svoje pravo glasa ostvare na skupštini akcionara, gde donose odluke u vezi sa kompanijom. Prema broju akcija koje poseduju, razlikujemo male i velike akcionare. **Mali akcionari** poseduju mali broj akcija kompanije i nisu u mogućnosti da pojedinačno bitno utiču na donošenje odluka. **Veliki akcionari** poseduju minimum 10 – 20% akcija<sup>1</sup> u korporaciji, što im omogućuje značajan uticaj pri donošenju poslovnih odluka i mogućnost kontrole poslovanja kompanije.<sup>2</sup> **Većinski akcionar** poseduje 51% akcija ili 50% + 1 akciju. Na osnovu toga on je većinski vlasnik kompanije i ima apsolutnu kontrolu nad donošenjem odluka. **Kontrolni paket akcija** predstavlja najveću količinu akcija koju poseduje jedan pojedinačan akcionar u preduzeću i on može biti manji od 51%, ali mora biti najveći u odnosu na druge pakete akcija.

Sa aspekta vlasništva i broja akcionara u kompaniji, razlikujemo<sup>3</sup>:

**Kompanije sa kontrolnim vlasnikom (ultimate owner)**, u kojima je minimalno 20% akcija u posedu jednog akcionara, dok su drugi pojedinačni paketi akcija manji od 20%<sup>4</sup>. Ukoliko je kontrolni paket veći od 50% tada se kaže da su to *korporacije sa većinskim vlasnikom*. Karakteristične su za zemlje EU-e i Japana.

**Widely held kompanije** (što doslovno znači široko posedovane korporacije, odnosno, preduzeća koja su u posedu velikog broja akcionara). Nazivaju se još i *kompanije sa disperzovanim vlasništvom (dispersed-shareholder ownership)*. U ovim privrednim subjektima svaki pojedinačni paket akcija je manji od 20%.

Najviše su zastupljene u Ujedinjenom Kraljevstvu (UK) i Sjedinjenim Američkim Državama (SAD).<sup>5</sup>

Preduzeća sa **koncentrisanim vlasništvom** su karakteristična za Nemačku i Japan, gde se razvio dvomodni sistem korporativnog upravljanja u kojem je prisutna jaka zaštita akcionara i institucionalnih investitora.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Ovde se misli na 10% akcija sa pravom glasa.

<sup>2</sup> Preporučujemo: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1998): *Corporate Ownership Around The World*, <http://post.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/papers/ownership.pdf>

<sup>3</sup> Ibidem.

<sup>4</sup> U literaturi je poznata i definicija po kojoj se veliki (*ultimate*) akcionar definiše već na 10% vlasništva nad akcijama sa pravom glasa. Mi se u ovom radu opredeljujemo za definiciju od 20%.

<sup>5</sup> Ovo se ne može posmatrati kao rigidna podela, jer su i u SAD-u i UK-u prisutne kompanije sa kontrolnim vlasnikom, ali je veći broj korporacija sa disperzovanim vlasništvom.

<sup>6</sup> Šire: S. Deakin, R.Hobbs, S. Konzelmann and F. Wilkinson (2001): *Partnership, Ownership and Control: The Impact of Corporate Governance on Employment Relations*, <http://www.business.aau.dk/loc-nis/workshop1/wilkinson.pdf>

Prema R. La Porta – F. Lopez de Salinez – A. Shleifer razlikujemo 5 tipova većinskih vlasnika u korporacijama:

- Pojedinaac ili porodica,
- Država,
- Finansijske institucije (banke i osiguravajuće kompanije),
- Druge kompanije sa disperzovanim vlasništvom,
- Pravne institucije kao što su kooperativna udruženja bez kontrolnog investitora.

Za preduzeća kontrolisana od strane druge korporacije sa disperzovanim vlasništvom možemo reći da su takođe *widely held*, iz razloga što menadžment kontrolne kompanije nije pod kontrolom većinskog vlasnika.

Kod koncentrisanog vlasništva postoji mogućnost kontrolisanja korporacije piramidalnom strukturom. Pod **piramidalnom vlasničkom strukturom** podrazumevamo preduzeće kada:

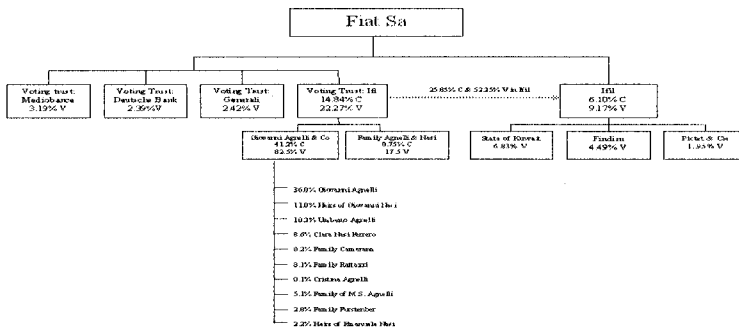
Ima kontrolnog vlasnika i

Je najmanje jedno javno preduzeće između tog preduzeća i kontrolnog vlasnika u 20%-nom lancu glasova.<sup>7</sup>

Najčešće se kao kontrolni vlasnici pojavljuju država i porodica ili pojedinac, koji su osnovali preduzeće<sup>8</sup>. Takođe, prisutan je i **cross-shareholding**, koji podrazumeva unakrsno posedovanje kapitala dve kompanije.

Sledi primer kompanije se koncentrisanim vlasništvom.

**Slika br. 1** – Šematski prikaz glavnih akcionara korporacije Fiat Sa (treće po veličini kompanije u Italiji)<sup>9</sup>



**Izvor:** R. La Porta, F. Lopez-de-Silanez and A. Shleifer (1998): *Corporate Ownership Around The World*, <http://post.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/papers/ownership.pdf>

<sup>7</sup>R. La Porta, F. Lopez-de-Silanez and A. Shleifer (1998): *Corporate Ownership Around The World*, <http://post.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/papers/ownership.pdf>

<sup>8</sup> CIPE (Center for International Private Enterprise) (2002): *Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies, A Handbook*, [www.cipe.org/pdf/programs/corp\\_gov/CGHANDBOOK.pdf](http://www.cipe.org/pdf/programs/corp_gov/CGHANDBOOK.pdf)

<sup>9</sup> Detaljnije: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanez and A. Shleifer (1998): *Corporate Ownership Around The World*, [4http://post.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/papers/ownership.pdf](http://post.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/papers/ownership.pdf)

*Slika br. 1* prikazuje strukturu vlasništva u kompaniji Fiat. C je oznaka za količinu kapitala koju određeni akcionar poseduje u Fiat-u. Slovo V označava procenat akcija sa pravom glasa koje poseduje deoničar. Najveći deo akcija Fiat-a su pod kontrolom glasačkog udruženja (*Voting Trust*), gde je Ifi najvažniji član i ujedno najveći i kontrolni akcionar u Fiat-u (u njegovom posedu se nalazi 22.27% glasova i 14.84% kapitala). Drugi po veličini akcionara Fiata je Ifil (u čijem posedu se nalazi 9.17% glasova i 6.10% kapitala). Struktura Ifi-a nam pokazuje da sve akcije sa pravom glasa u ovoj kompaniji poseduje porodica Agnelli. Takođe, Ifi kontroliše Ifil tako što poseduje 26.85% kapitala, koji predstavlja 52.25% akcija sa pravom glasa u Ifil-u. Na osnovu ovoga zaključujemo da je Fiat kompanija sa koncentrisanim vlasništvom, koja ima kontrolnog vlasnika Agnelli porodicu.

**Korporacije sa disperzovanim vlasništvom** su karakteristične za anglosaksonsko pravo i jednomodni sistem korporativnog upravljanja. U ovim ekonomijama prisutna je visoka pravna zaštita manjinskih akcionara i njihove imovine.<sup>10</sup> Najvažniji akcionari ovih preduzeća su finansijske institucije, kao što su penzioni fondovi i osiguravajuća društva.<sup>11</sup> *Nedostatak disperzovanog vlasništva*<sup>12</sup> je u visokim troškovima koordinacije direktnog učešća pojedinačnih akcionara u radu kompanije. Način rešavanja ovog problema je u udruživanju uloga malih akcionara i određivanju predstavnika akcionara, koji nastupa na skupštini akcionara u njihovo ime štiteći zajednički utvrđene ciljeve. Drugi način za rešavanje problema visokih troškova disperzovanog vlasništva je neprijateljsko preuzimanje kompanije (*hostile take over*), koje nastaje kada mali akcionari grupno prodaju svoje akcije jednom ponuđaču, koji na taj način dobija kontrolu nad kompanijom. Akcionari se podstiču na prodaju svojih akcija tako što im se ponudi viša cena, koja se sastoji od tekuće vrednosti akcija plus ekstra premije. Ekstra premija predstavlja trošak novog vlasnika (*take over-a*), koji će on povratiti preuzimanjem kontrole i restrukturiranjem kompanije<sup>13</sup>. Neprijateljsko preuzimanje kompanija nije dobrodošlo u razvijenim privredama, pa se teži onesposobljavanju istog. Za ilustraciju kompanije sa disperzovanim vlasništvom će nam poslužiti južno korejska korporacija Samsung Electronics<sup>14</sup>, prikazana na slici br. 2.

---

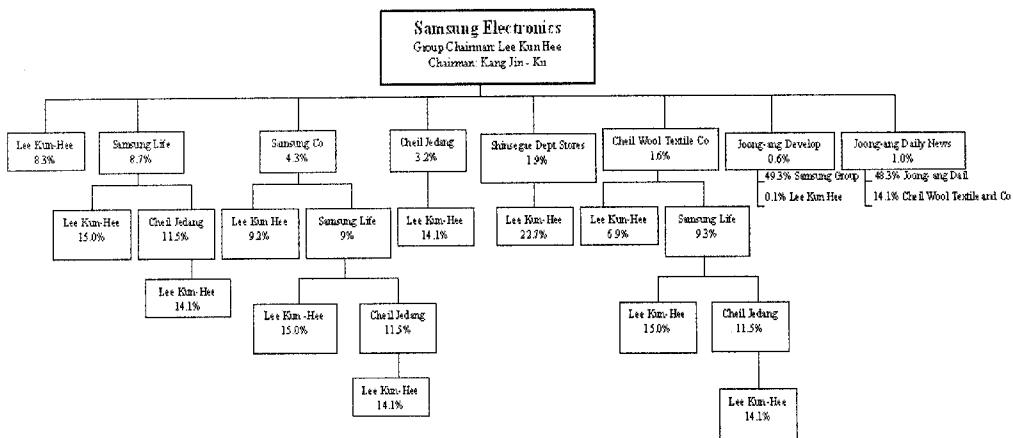
<sup>10</sup> CIPE (Center for International Private Enterprise) (2002): *Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies, A Handbook*, [www.cipe.org/pdf/programs/corp\\_gov/CGHANDBOOK.pdf](http://www.cipe.org/pdf/programs/corp_gov/CGHANDBOOK.pdf)

<sup>11</sup> Preporučujemo: S. Deakin, R.Hobbs, S. Konzelmann and F. Wilkinson (2001): *Partnership, Ownership and Control: The Impact of Corporate Governance on Employment Relations*, <http://www.business.aau.dk/loc-nis/workshop1/wilkinson.pdf>

<sup>12</sup> Ibidem

<sup>13</sup> Vidi: S. Deakin, R.Hobbs, S. Konzelmann and F. Wilkinson (2001): *Partnership, Ownership and Control: The Impact of Corporate Governance on Employment Relations*, <http://www.business.aau.dk/loc-nis/workshop1/wilkinson.pdf>

<sup>14</sup>R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1998): *Corporate Ownership Around The World*, <http://post.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/papers/ownership.pdf>



Slika br. 2 – Struktura vlasništva u korporaciji Samsung Electronics u Južnoj Koreji

Izvor: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1998): *Corporate Ownership Around The World*, <http://post.economics.harvard.edu/faculty/shleifer//papers/ownership.pdf>

Slika br. 2 nam pokazuje glavne akcionare južno-korejske kompanije Samsung Electronics. Za svaku akciju se dobija jedan glas. Prema prikazanoj strukturi Samsung je korporacija sa disperzovanim vlasništvom, zato što ni jedan pojedinačni akcionar ne poseduje više od 20% akcija kompanije.

Važno je istaći da su i u anglosaksonskim zemljama prisutne kompanije sa koncentrisanim vlasništvom, odnosno kontrolnim akcionarom, dok sa druge strane u zemljama kontinentalne Evrope, postoje preduzeća sa razuđenim vlasništvom. Opredeljenje za jedan od ova dva tipa vlasništva nije moguće, jer različiti tržišni uslovi, načini poslovanja i vođenja korporacije više utiču na efikasnost i efektivnost kompanije.

U zemljama u razvoju kao što je *Bugarska* većina privrednih subjekata su mala preduzeća sa ograničenom odgovornošću. Velike kompanije su više rezultat masovne i ubrzane transformacije vlasništva i nadolazeće privatizacije, nego unapređenja i razvitka tržišnih mehanizama.<sup>15</sup> Korporacije imaju veoma malo vremena da prilagode svoje korporativno upravljanje nastalim promenama. Promene u strukturi vlasništva bugarskih preduzeća su, takođe, razlog gubitka pouzdanosti u korporativno upravljanje. Prema jednom društvenom istraživanju najznačajnije

<sup>15</sup> Prema: M. Prohaska and P. Tchipev (2000): *Establishing Corporate Governance in An Emerging Market: Bulgaria*, <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/UNTC/UNPAN017018.pdf>

kategorije vlasništva u privatizovanim kompanijama su<sup>16</sup>: zaposleni u kompaniji<sup>17</sup> (24%), lokalni pravni entiteti (23%), privatizacioni fondovi (19%), država (18%) i strani investitori (10%). Osnovna karakteristika strukture vlasništva je visoka koncentracija. U 60% kompanija strateški investitor poseduje više od 50% akcija. U 32% ispitanih privrednih subjekata, investitor poseduje više od dve trećine akcija, na osnovu kojih ima potpunu kontrolu nad menadžmentom. U 21% preduzeća najveći investitor nije u stanju da utiče na poslovanje menadžmenta, jer poseduje manje od jedne trećine akcija.

U ovom istraživanju došlo se do saznanja da je rezultat masovne privatizacije transformacija vlasništva, čime su se dobila **četiri osnovna modela strukture vlasništva**, a to su<sup>18</sup>:

*Prvi*, koji se naziva opšti model (*widespread model*) – 55% ispitanih kompanija je u vlasništvu privatizacionih fondova (25%) i drugih pravnih subjekata (30%)

U *drugom* modelu je dominantno učešće menadžmenta i zaposlenih (21% korporacija),

*Treći* model karakteriše dominacija stranih investitora (12% preduzeća obuhvaćenih ispitivanjem),

*Četvrti* model je karakterističan po tome što ni jedan vlasnik nema dominantan položaj (ostalih 12% firmi).

Što se tiče **modela vođenja korporacije**, u 64% anketiranih privrednih subjekata prisutan je *jednomodni sistem korporativnog upravljanja*, a u 36% *dvomodni sistem*. Još uvek je prisutan veliki broj pojedinaca u privatizovanim kompanijama, koji su povezani sa državom, odnosno vladajućom strukturom. Težnja je da se u sledećih nekoliko godina država eliminiše iz vlasništva nad kompanijama.

Bugarska je reprezentativni primer zemlje u razvoju gde se korporativno upravljanje shvata kao jedan od osnovnih problema današnjice. Cilj je implementirati moderno upravljanje kompanijom u svaku korporaciju. Sadašnje ekonomsko okruženje u Bugarskoj pokazuje pasivnost individualnih akcionara.<sup>19</sup> Očekuje se da će u bližoj budućnosti porasti značaj individualnih akcionara i njihovo učešće u vođenju korporacije.

---

<sup>16</sup> Izvor: M. Prohaska and P. Tchipev (2000): *Establishing Corporate Governance in An Emerging Market: Bulgaria*,

<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/UNTC/UNPAN017018.pdf>

<sup>17</sup> U ovu kategoriju su uključeni i menadžeri kompanije i bivši personal.

<sup>18</sup> Ibidem

<sup>19</sup> Šire: M. Prohaska and P. Tchipev (2000): *Establishing Corporate Governance in An Emerging Market: Bulgaria*,

<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/UNTC/UNPAN017018.pdf>

## Prava akcionara prema OECD-ovim principima korporativnog upravljanja<sup>20</sup>

Principi korporativnog upravljanja su nastali kao težnja zemalja članica OECD-a (*Organization for Economic Cooperation and Development* – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj) da poboljšaju korporativno upravljanje. Prvi put se o njima raspravljalo na Veću ministara aprila 1998. godine, a isti su usaglašeni i publikovani 1999. godine. 2002. godine pristupilo se revidiranju Principa u cilju unapređenja korporativnog upravljanja i uzimanja u obzir novih iskustava zemalja OECD-a, ali i onih koje su van njega. Revizija je završena u 2004. godini.<sup>21</sup>

Prvenstveno treba naglasiti da korporativno upravljanje treba da bude u službi akcionara i da štiti njihova prava i interese. **Osnovna prava deoničara**<sup>22</sup> su pravo na:

- Sigurne metode registracije vlasništva,
- Prenos akcija,
- Pravovremeno i redovno dobijanje relevantnih informacija o kompaniji,
- Učešće i glasanje na generalnoj skupštini akcionara (AGM),
- Izbor i izmenu članova upravnog odbora i
- Udeo u dobiti korporacije.

Zatim akcionari imaju pravo *da učestvuju i da budu informisani o odlukama koje dovode do temeljnih promena u kompaniji*, kao što su:

- Izmene statuta ili osnivačkog akta,
- Odobrenje dodatne emisije akcija,
- Prenos sredstava, kada to ima za rezultat prodaju kompanije.

Struktura kapitala i aranžmani koji omogućavaju pojedinim akcionarima da *steknu stepen kontrole nesrazmeran njihovom učešću u kapitalu*, treba da budu obelodanjeni. Korišćenje piramidalnih struktura, uzajamnih učešća u kapitalu i akcija sa višestrukim pravom glasa može dovesti do smanjenja sposobnosti manjinskih akcionara, koji nemaju kontrolu, da utiču na politiku kompanije.

Sporazumi između većeg broja manjih akcionara dovode do formiranja većinskog pojedinačnog bloka deoničara. Putem sporazuma je moguće ugovoriti preferencijalna prava kupovine akcija unutar sporazuma, ne prodavanje akcija određenim vremenski period, način izbora upravnog odbora ili predsednika odbora, blokovsko glasanje. Teži se većoj kontroli takvih sporazuma i ograničavanju broja glasova, koje jedan akcionar može dati bloku, bez obzira na broj akcija koje poseduje, zbog zaštite akcionara i investitora van sporazuma.

Učešće na godišnjoj skupštini akcionara (**AGM** – *Annual General Meeting*) treba da bude omogućeno svim deoničarima. **Cilj je** podstaći akcionare da aktivno učestvuju u radu generalne skupštine. S tim u vezi, svaki deoničar treba da ima pravo da postavlja predloge za dnevni red skupštine i pitanja rukovodstvu, koja su u

<sup>20</sup> Ovo poglavlje je u celini prikazano prema OECD- ovim Principima korporativnog upravljanja (2004) [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

<sup>21</sup> Iz navedenih razloga, kao i očite značajnosti za razvoj i usavršavanje korporativnog upravljanja OECD-ove Principe uzimam kao osnov u prikazivanju osnovnih prava akcionara.

<sup>22</sup> OECD (2004): *Principi korporativnog upravljanja*, [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

vezi sa poslovanjem u cilju adekvatne pripreme za AGM. Potrebno je omogućiti akcionarima da glasaju u odsustvu, a glasovi dati lično ili u odsustvu moraju imati jednako dejstvo. **Glasanje u odsustvu** se može izvršiti *elektronskim putem ili putem opunomoćenika*. Opunomoćenik mora posedovati *posebno uputstvo* za glasanje koje mu je dao akcionar, a ukoliko ne poseduje, treba se odrediti način na koji će glasati bez uputstva.

Pri izboru članova upravnog odbora deoničarima treba omogućiti da učestvuju u direktnom predlaganju članova kao i u glasanju pri izboru članova borda. U mnogim zemljama je utvrđeno pravilo po kojem je neophodno osnovati nezavisni Odbor za nominacije (**Nomination Committee**). Zahteva se objavljivanje politike nagrađivanja članova upravnog odbora kao i upoznavanje akcionara sa specifičnom vezom između naknada zaposlenima i rezultata korporacije.

Na kraju, potrebno je obezbediti ravnopravan tretman svim akcionarima, uključujući i manjinske i strane akcionare, kao i efikasnu pravnu zaštitu u slučaju povrede njihovih prava. Treba praviti razliku između *ex-ante* i *ex-post* prava akcionara. *Ex-ante* prava su, na primer, pravo preče kupovine i kvalifikovana većina za određene odluke, a primeri za *ex-post* prava su mogućnosti pravne zaštite u slučaju kršenja *ex-ante* prava. U zemljama, gde je primena zakonskih normi slaba, teži se ojačavanju *ex-ante* prava.

## Zaštita prava akcionara u razvijenim zemljama

Neophodnost zaštite akcionara proizilazi iz različitosti interesa između nosilaca funkcije vlasništva u kompanijama i menadžmenta. U razvijenim zemljama naglasak je na ojačavanju zakonske regulative, koja reguliše zaštitu akcionara. Tako su SAD i UK karakteristični po težnji da se na prvom mestu vodi briga i zaštite interesi akcionara (*shareholder-a*), dok su zemlje kontinentalne Evrope i Japan koncentrisani na zaštitu investitora i drugih nosilaca materijalnih interesa (*stakeholder-a*).

Zaštitu akcionara je potrebno ojačati na *dva nivoa*: na nivou kompanija (mikronivo) i na nivou cele ekonomije (makronivo). Na *mikronivou* teži se usavršavanju vođenja korporacije, u cilju smanjenja konflikata interesa. Korporacije se fokusiraju na pojednostavljenje modela vođenja kompanije, kako bi njegovo kontrolisanje bilo lakše. Na prvom mestu je usvajanje određenih **principa po kojima preduzeća funkcionišu**<sup>23</sup>, a to su:

- Akcionari biraju direktore koji vode korporaciju,
- Direktori glasaju o ključnim stvarima i donose odluku na osnovu većine glasova,

---

<sup>23</sup>Vidi: CIPE (Center for International Private Enterprise) (2002): *Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies, A Handbook*, [www.cipe.org/pdf/programs/corp\\_gov/CGHANDBOOK.pdf](http://www.cipe.org/pdf/programs/corp_gov/CGHANDBOOK.pdf)



- Donešene odluke su transparentne, a direktori su direktno odgovorni akcionarima i drugim nosiocima materijalnih interesa,

- Kompanija prihvata računovodstvene standarde, u cilju pružanja tačnih informacija za direktore, investitore, akcionare i druge stakeholdere.

- Zvanična dokumenta korporacije, kao što su statut, pravilnik o poslovanju i dr., moraju biti usaglašena sa nacionalnim i lokalnim zakonima.

Interna kontrola u korporacijama ima veliku ulogu u svakodnevnom nadgledanju menadžmenta korporacije.

U cilju obezbeđenja prava akcionara na makronivou, razvijene ekonomije donose niz zakonodavno-administrativnih propisa, koji su obavezujući za sve privredne subjekte. Pored toga, teži se uvođenju dodatnih prinudnih standarda koji bi bili obavezujući za sve privredne subjekte, bilo da se kotiraju na berzama ili ne.

**Cilj je** usaglašavanje tržišno-orjentisanih standarda koji ne izazivaju visoke dodatne troškove korporacijama. Neki od **standarda** su:<sup>24</sup>

- Osnivanje registara akcija, gde bi se vršila registracija svih akcija preduzeća prema vrstama, sa posebnom evidencijom stranih ulaganja.

- Utvrđivanje obavezne transparentnosti i objavljivanja svih značajnih odluka, kako bi akcionari bili na vreme obavešteni.

- Regulisanje konflikata interesa i insajderske kupovine akcija.

- Poštovanje i prihvatanje u poslovanju međunarodnih računovodstvenih standarda (**IAS - International Accounting Standards**).

- Obaveznost da članovi nadzornog odbora kompanije budu nezavisni eksterni direktori, time ojačavajući internu kontrolu.

Poznato je **nekoliko oblasti gde se teži zaštititi akcionara**:

**Konflikt interesa** - U **SAD**-u ovaj problem se bazira na različitosti interesa između menadžmenta i akcionara. Deo obaveza menadžmenta se odnosi na lojalnost, koja zahteva da direktori deluju u pravcu ostvarenja interesa kompanije ne stavljajući svoje interese ispred interesa korporacije i akcionara. Ovo se definiše **pravilima SEC-a (Security Exchange Commission-a), The Company Law-a**, kao i dokumentima svake pojedinačne kompanije. U **Nemačkoj** se drugačije posmatra konflikt interesa, prevenstveno zbog toga što su u većini slučajeva korporacije kontrolisane od porodica, većinskog akcionara ili nekoliko velikih akcionara. U skladu sa time se sukob interesa posmatra kao različitost između ciljeva većinskih i manjinskih akcionara. Ovo se reguliše **The Stock Corporation Act-om (Aktiengesetz)**. Poseban deo nemačkog korporativnog prava je fokusiran na različitost interesa između korporacije i kontrolnog akcionara. Takođe, u kontinentalnoj Evropi nadzorni odbor je obavezan organ društva, pa je potrebno uočiti razliku između borda direktora (**Vorstand**) i nadzornog odbora (**Aufsichtsrat**) u Nemačkoj. Prema germanskom pravu ovi odbori imaju različite obaveze.<sup>25</sup>

<sup>24</sup> Ibidem.

<sup>25</sup> Vidi: T. Baums and K. E. Scott: *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=473185](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=473185)

**Finansijsko izveštavanje** – Zakonskom regulativnom je utvrđeno da se u **kontinentalnoj Evorpi** finansijski izveštaji sastavljaju prema Međunarodnim računovodstvenim standardima (**IAS**), dok je u **SAD**-a obavezno poštovanje nacionalnih računovodstvenih principa (**GAAP** - *Generally Accepted Auditing Principles*), publikovanih od strane **FASB**-a (*Financial Accounting Standards Board* – a) i standarda (**GAAS** – *Generally Accepted Auditing Standards*) razvijenih od strane **AICPA** – Nacionalne profesionalne organizacije ovlašćenih javnih računovođa u SAD-u. Od 2002. godine, prema *The Sarbanes-Oxley Act*-u, utvrđivanje računovodstvenih standarda je u nadležnosti **PCAOB**-a (*The Public Company Accounting Oversight Board*), koji je pod ingerencijom SEC-a.

**Obaveza objavljivanja i transparentnosti** – U cilju zaštite investitora u **SAD**, *The Securities Act*-om je utvrđena obaveznost menadžmenta da objavljuje sva neophodna dokumenta koja se tiču poslovanja korporacije, u vidu prospekta u kojem je prikazano poslovanje i finansijska istorija privrednog subjekta. U **namačkom** pravu nisu utvrđene mere sankcionisanja menadžmenta i nadzornog odbora u slučaju netačnih informacija ili skrivanja materijalnih dokaza (finansijskih izveštaja) u kojima bi te informacije bile dostupne. Ovaj gap u pravu je posledica tradicionalne nevažnosti uloge organizovanog tržišta kapitala u korporativnom pravu, finansijama i privatnim investicijama. U 2001. godini nemačka vlada je osnovala *Reform Commission* (Komisiju za reforme), čije preporuke su trebale da isprave ovaj nedostatak.<sup>26</sup>

Razvijene ekonomije sveta su dostigle visok nivo zaštite akcionara i privatnog kapitala, ali to je još uvek daleko od savršenog. Donešeni zakonski propisi obuhvataju regulativu za veći deo korporativnog upravljanja. Međutim, očigledna je potreba njihovog daljeg usavršavanja.

## Prava akcionara – problemi zemalja u tranziciji: ruski slučaj

Zemlje u tranziciji prolaze kroz specifičan period razvoja privrede, zbog prelaza sa socijalističkog privređivanja ka tržišnom. Na tom putu se susreću sa mnogim problemima kao što su: nesavršenost tržišta, nemogućnost odvajanja države i finansijskih institucija, prihvatanje prakse korporativnog upravljanja i njegovog usavršavanja.<sup>27</sup> *Najznačajnija prepreka sa kojom se sreće vođenje korporacije u tranzicionim ekonomijama je kako očuvati vlasništvo akcionara i investitora i na koji način obezbediti njihova prava.* Zbog nesavršenosti legislativne regulative najveći problem je upravo privlačenje i obezbeđenje privatnog kapitala. Pri tome osnovni problemi akcionara, kao što su: nedovoljna informisanost, nerazvijenost tržišta kapitala i berzi kao osnovnih institucija istih, obezvređivanje imovine u

<sup>26</sup> Prema: T. Baums and K. E. Scott: *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=473185](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=473185)

<sup>27</sup> Šire o korporativnom upravljanju u zemljama u tranziciji pogledati naš prethodni rad *Korporativno upravljanje – paradigma i za ekonomije u tranziciji* (2003)

procesu privatizacije, dovode do toga da ojačavanje i zaštita prava akcionara budu primaran problem tranzicionih ekonomija. Potrebno je da se javni i privatni sektor u tranzicionim zemljama udruži i zajedno deluje u pravcu usavršavanja celokupnog korporativnog upravljanja. *Zajednički izazovi* u ojačavanju prava akcionara za privredu u tranziciji sadrže:<sup>28</sup>

- Utvrđivanje korporativnog upravljanja baziranog na pravilima (nasuprot dosadašnjem *relationship-based* upravljanju korporacijom),
- Borba protiv uticajnih krugova ličnosti,
- Uklanjanje piramidalnih struktura u korporacijama,
- Ukidanje *cross-shareholding*-a između banaka i kompanija,
- Utvrđivanje imovinskog prava, koje tačno i jasno identifikuje vlasnika čak i kada je država vlasnik<sup>29</sup>,
- Depolitizacija kompanija,
- Zaštita manjinskih akcionara,
- Prevencija obezvređivanja imovine tokom masovne privatizacije i
- Promovisanje dobrog korporativnog upravljanja u kompanijama sa koncentrisanim vlasništvom.

Rusija kao jedna od najvećih bivših socijalističkih zemalja u procesu tranzicije se bori i sa najvećim problemima korporativnog upravljanja, prvenstveno zato što je učešće države u svim sferama privrednog života dugo vremena bilo potpuno neizbežno. Najveći izazov je *kako privući privatni domaći i strani kapital*. U Rusiji je, kao i u većini zemalja, težnja da se prihvate preporuke OECD-a o korporativnom upravljanju i Principi korporativnog upravljanja. Obezbeđenje zakonskog okvira i utvrđivanje prava akcionara u Rusiji počinje još 1996. godine kada se donosi zakon o korporacijama (*The Joint Stock Company Law* ili *The Company Law*), koji utvrđuje osnovna prava akcionara i principe korporativnog upravljanja. Ovaj zakon je predstavljao značajan pomak u regulisanju prava akcionara, nasuprot zakonskih okvira iz vremena masovne privatizacije 1992. godine. Takođe, 1996. godine je izglasan *The Federal Securities Law* (Federalni zakon o vlasničkim hartijama od vrednosti), koji je utvrđivao okvire poslovanja *FCSM*-a (*The Federal Commission of Securities Market* – Federalna komisija za tržište vlasničkih hartija od vrednosti). U 1999. godini se donosi veoma važan zakon o zaštiti investitora (*The Investor Protection Law*) koji ojačava moć *FCSM*-a.

**Osnovna prava akcionara** (pravo na sigurne metode registracije vlasništva, pravovremenu i tačnu informisanost, učešće i glasanje na generalnoj skupštini, i dr.) su zagarantovana Zakonom o preduzećima (*The Company Law*). Detaljnije objašnjenje i jača obaveza da se akcionarima pruže pravovremene, objektivne, tačne i potpune informacije je sadržana u Zakonu o vlasničkim hartijama od vrednosti (*The*

<sup>28</sup> Prema: CIPE (Center for International Private Enterprise) (2002): *Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies, A Handbook*, [www.cipe.org/pdf/programs/corp\\_gov/CGHANDBOOK.pdf](http://www.cipe.org/pdf/programs/corp_gov/CGHANDBOOK.pdf)

<sup>29</sup> Potrebno je tačno odrediti koja državna institucija je vlasnik i koja su njena prava i obaveze.

*Federal Securities Law*).<sup>30</sup> Sve zakonske odredbe o pravima akcionara i zaštiti istih se odnose samo na registrovane akcionare u preduzećima, pa se Zakonom o preduzećima korporacije obavezuju da vode registar vlasnika akcija, dok Zakon o vlasničkim hartijama od vrednosti detaljnije opisuje operaciju registrovanja i pravo akcionara da u svakom momentu može da traži dokaz o registrovanom vlasništvu.<sup>31</sup> Privredni subjekti sa više od 500 akcionara su dužni da među zaposlenima imaju lice sa licencom registratora, dobijenom od strane FCSM-a. Na taj način se obezbeđuje da imovina deoničara bude pravilno registrovana. Trgovanje akcijama i drugim vlasničkim hartijama od vrednosti mora biti evidentirano u preduzeću. Pošto je većina registara pod neposrednom kontrolom menadžmenta, dešavalo se da se registrovane akcije preregistruju (na primer iz običnih u preferencijalne) u cilju oduzimanja prava glasa akcionarima<sup>32</sup>. S tim u vezi, teži se osnivanju nezavisnih profesionalnih registara (kao što je u Srbiji Centralni registar) koji bi se bavili registracijom i prenosom vlasničkih hartija od vrednosti.

Pravo akcionara da učestvuju: na AGM-u, u donošenju odluka koje menjaju strukturu korporacije i da budu informisani o promenama iste nisu tačno i precizno definisana legislativnim normama u Rusiji. Jedan od načina da se deoničarima uskrati pravo prisustva na AGM-u je da se neblagovremeno obaveste o vremenu i mestu održavanja istog.<sup>33</sup> Način glasanja na generalnoj skupštini u Rusiji je krajnje nerazvijen. Opunomoćeničko glasanje (*proxy voting*) i glasanje elektronskim putem se smatra više nego poželjnim od strane OECD-a, ali u Rusiji su još uvek u ruiniranom obliku. Pravo akcionara da struktura kapitala i aranžmani koji omogućavaju pojedini akcionarima sticanje stepena kontrole nesrazmeranog njihovom učešću u kapitalu, treba da budu obelodanjeni je regulisano regulativom FSCM-a, koja zahteva da svaki akcionar koji stekne više od 5% glasova u drugoj korporaciji je dužan da to objavi, dok se Zakonom o preduzećima zahteva da se objave promene u stepenu kontrole tek kada se pređe granica od 25% vlasništva. U cilju izbegavanja ove regulative pojedini akcionari kupovinu akcija obavljaju preko off-shore kompanija i na taj način sakrivaju svoju povezanost sa drugim korporacijama.

U poslednjih deset godina očigledan je pomak Rusije u usavršavanju korporativnog upravljanja. Donešena zakonska regulativa je nedovoljna, ali je i pozitivan znak da ruske korporacije teže da se razviju kroz tržišne mehanizme. Postojanje Federalne komisije za tržište vlasničkih hartija od vrednosti je znak da su država i njeni organi spremni da potpomognu razvoj korporativnog prava i zaštite kapital svih nosilaca materijalnih interesa.

---

<sup>30</sup> Detaljnije: S. Nestor and F. Jesover (2000): *OECD Principles on Shareholder Rights and Equitable Treatment: Their Relevance to The Russian Federation*, <http://www.oecd.org/dataoecd/54/18/1920683.pdf>

<sup>31</sup> Ibidem

<sup>32</sup> Prema: S. Nestor and F. Jesover (2000): *OECD Principles on Shareholder Rights and Equitable Treatment: Their Relevance to The Russian Federation*, <http://www.oecd.org/dataoecd/54/18/1920683.pdf>

<sup>33</sup> Ibidem.

Zemlje u tranziciji se bore sa istim problemima vezanim za vođenje korporacije. Osnovni cilj je donošenje i obezbeđenje poštovanja potrebnih zakona kojima bi se sve to regulisalo. Treba naglasiti da se korporativno upravljanje neće usavršiti donošenjem zakona, nego njihovom primenom.

### **Sistem kontrole menadžmenta u razvijenim zemljama: SAD,UK vs Nemačka**

Kontrola u korporacijama predstavlja proces nadgledanja i kontrolisanja menadžmenta u svakodnevnom poslovanju, kao i kontrola finansijskih izveštaja privrednog subjekta. Može biti:

**Interna kontrola** – obavlja se unutar samog privrednog subjekta od strane nadzornog odbora (u SAD-u i UK je to *Audit Committee*, a u Nemačkoj *Supervisory Board*), koji se osniva kao organ društva.

**Eksterna kontrola** – sprovode je državni organi i nezavisni eksterni revizori, koji nisu u vezi sa kompanijom.

Interna i eksterna kontrola su od velikog značaja za efikasno funkcionisanje privrede kao celine, pa je težnja da interni i eksterni kontrolori budu potpuno nezavisni od menadžmenta preduzeća opravdana.

**Sistem interne kontrole** ima ključnu ulogu u upravljanju rizicima preduzeća, koji su sastavni deo u poslovanja. **Osnovni cilj** interne kontrole je zaštita prava akcionara i imovine korporacije.<sup>34</sup> Efektivna finansijska revizija je sastavni deo unutrašnje kontrole koja sprečava nepotrebnu izloženost finansijskim rizicima poslovanja privrednog subjekta. **Sistem interne kontrole treba da:**<sup>35</sup>

- Ima tačno i precizno određene poslove i učestvuje u stvaranju imidža u korporaciji;
- Bude sposoban da brzo odgovori na novnastajuće rizike i promene u okruženju;
- Sadrži procedure za promptno izveštavanje određenog nivoa menadžmenta ukoliko se primeti značajan pad ili slabljenje kontrole, sa predlogom korektivnih akcija.

Centralna figura interne korporativne kontrole u *Nemačkoj* je poverena nadzornom odboru (*Supervisory Board*), koji je obavezan organ društva za sve kotirane korporacije. Nadzorni odbor kontroliše menadžment (a ne privredni subjekat), njihovo delovanje u skladu sa zakonom i statutom korporacije. Članovi nadzornog odbora ne mogu biti tekući menadžeri kompanije, niti mogu imati bilo kakvu vezu sa istima. Broj članova *Supervisory Board*-a ne sme da prelazi 21. Uspeh u ojačavanju uticaja nadzornog odbora na bord direktora pri donošenju

---

<sup>34</sup> Prema: The Institute of Chartered Accountants in England & Wales (ICAEW) (1999): *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*, <http://www.ecgi.org/codes/documents/tumbul.pdf>

<sup>35</sup> Vidi prethodno.

odluka i postizanju višeg nivoa efikasnosti nadzora zavisi od nivoa informisanosti nadzornika.<sup>36</sup>

Nadzorni odbor nije obavezan organ društva, prema zakonskoj regulativi, u *anglo-saksonskim zemljama*. Međutim, u najnovijim Pravilima njujorške berze, kompanije koje svoje akcije kotiraju na berzi su u obavezi da osnuju *Audit Committee* (nadzorni odbor). Članovi nadzornog odbora u SAD-u i UK su neizvršni direktori, koji su za kompaniju vezani ugovorom o pružanju usluga<sup>37</sup>. Nezavisnost neizvršnih direktora se posmatra u skladu sa pet načela *Hampel Report-a*,<sup>38</sup> prema kojima su *članovi nadzornog odbora nezavisni* ako:

- Nisu bili vezani sa korporacijom ugovorom o zaposlenju u poslednjih 5 godina,
- Nisu imali materijalni interes u kompaniji u poslednje 3 godine,
- Nemaju nikakva primanja, osim nadoknade za učešće u internoj kontroli,
- Nemaju porodičnih veza u preduzeću i
- Nisu bili predstavnici značajnih akcionara u poslednjih 9 godina.

Ukoliko jedan od standarda nije ispunjen, mora biti precizno i detaljno objašnjen u godišnjem izveštaju kompanije. Članovi *Audit committee-a* se biraju na skupštini akcionara.

Prema pravilima njujorške berze<sup>39</sup> nadzorni komitet mora imati najmanje 3 člana. U okviru borda za nadzor jedan član mora imati iskustva na polju računovodstva i finansija.<sup>40</sup> *Audit Committee* mora imati statut kojim se reguliše svrha i poslovi koje obavlja odbor. Neki od njih su: nadgledanje delovanja menadžmenta, integritet finansijskih izveštaja, saglasnost akcija kompanije sa zakonima, nezavisnost nadzornog odbora i pripremanje izveštaja nadzornog odbora<sup>41</sup>.

**Eksternu kontrolu** u korporacijama obavljaju državni organi ili institucije – revizorske kuće, koje su pravo na obavljanje tih poslova dobile od države. **Cilj** eksterne kontrole je da se utvrdi tačnost prikazanih finansijskih izveštaja o poslovanju korporacije. Neophodno je da i eksterni revizori ispunjavaju uslove nezavisnosti. Prema legislativnim propisima revizor nije adekvatan za obavljanje nadzorne funkcije ako: 30% njegove zarade čine primanja od jedne kompanije u poslednjih 5 godina i ako je revizorski izveštaj rađen više od 6 puta za istu

---

<sup>36</sup> Šire: K. J.Hopt and P. C. Leyens (2004): *Board Models in Europe: Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=487944](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=487944)

<sup>37</sup> Nasuprot menadžmentu čija je veza sa kompanijom ugovor o zaposlenju.

<sup>38</sup> Ibidem.

<sup>39</sup> New York Stock Exchange (2003): *Final New York Stock Exchange Corporate Governance Rules*, <http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf>

<sup>40</sup> Ibidem.

<sup>41</sup> Prema: New York Stock Exchange (2003): *Final New York Stock Exchange Corporate Governance Rules*, <http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf>

korporaciju.<sup>42</sup> Način eksterne kontrole je i učestvovanje privrednog subjekta na konkurentnom tržištu.

**Preuzimačka tržišta** (*Take-over markets*) su fundamentalni elemenat konkurentnog okruženja i predstavljaju osnovno tržište kontrole korporacije. Odnose se na slučajeve kada investitori preuzimaju kontrolu nad kompanijom i pokreću poslovanje u cilju spašavanja iste od stečaja i bankrota. Ono što tera menadžment da radi u interesu korporacije na ovim tržištima je činjenica da se često dešavaju neprijateljska preuzimanja (*hostile take-over*) ili tzv. napadi stranih investitora, čime se gubi vlasništvo nad kompanijom. Ovaj način preuzimanja privrednih subjekata može da se završi gašenjem istog u slučaju da je korporacija značajna konkurencija za neprijateljsku firmu. U svim drugim slučajevima, preuzimanje subjekta je poželjno sa aspekta akcionara, jer može dovesti do sanacije preduzeća i porasta njegove produktivnosti. Sa stanovišta menadžmenta preuzimanje predstavlja opasnost od gubitka zaposlenja, jer je njihova neefikasnost došla do izražaja u prethodnom poslovanju koje je dovelo do nelikvidnosti i nerentabilnosti kompanije.<sup>43</sup>

Postoji izvesna razlika između interne kontrole i načina njenog uspostavljanja u različitim zemljama (kao što su SAD i Nemačka), što je prouzrokovano različitošću zakonsko-administrativnog okruženja u kojem preduzeća deluju. Ali cilj je isti: zaštititi nosioce materijalnih interesa u kompanijama, bilo da su to akcionari ili investitori.

## Zaključak

Korporativno upravljanje i dalje predstavlja enigmnu za veći deo korporacija u svetu. Veliki broj kompanija još nije u potpunosti usavršio vođenje korporacije, pa novi problemi koji se pojavljuju u ovoj oblasti teraju sve strukture preduzeća da se usavrše na ovom polju.

Tokom godina razvoja privrednog i zakonskog okruženja u korporacijama su se pojavila dva različita tipa vlasništva: *koncentrisano vlasništvo*, koje je karakteristično za zemlje kontinentalne Evrope i Japan, a koje odlikuje zaštita krupnog kapitala i *dispersovano vlasništvo*, najviše zastupljeno u UK i SAD-u, gde je akcenat na zaštiti sitnijeg kapitala. Mnogo važniji problem u odnosu na vlasništvo je utvrđivanje i respektovanje prava akcionara. Većina zemalja svoja prava bazira na preporukama OECD-a i Principima korporativnog upravljanja.

Zaštita prava akcionara se, pored zakonskih normi, reguliše i uspostavljanjem sistema kontrole na mikro i makro nivou. Mikro nivo predstavlja nivo preduzeća i obično se odnosi na internu kontrolu, tj. osnivanje nadzornog odbora i definisanje njegovih prava i obaveza, odnosno svakodnevnog monitoringa poslovanja. Makro

---

<sup>42</sup> Vidi: K. J. Hopt and P. C. Leyens (2004): *Board Models in Europe: Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=487944](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=487944)

<sup>43</sup> Šire: Ibidem

nivo kontrole se odnosi na eksternu kontrolu koja je obavezujuća u svim zemljama i koju sprovode državni organi ili druge nezavisne institucije. Za revizore, i interne i eksterne, je važno da budu nezavisni od kompanije, da bi njihovo izveštavanje bilo pravedno u cilju sprečavanja zloupotreba od strane menadžmenta. U tom smislu postoji niz standarda koje pojedini nadzornici i revizorske kuće moraju da ispune u cilju poslovanja sa određenim privrednim subjektom.

Naposletku, proizilazi da je korporativno upravljanje i u razvijenim zemljama, još uvek u velikoj meri nerazvijeno. Istovremeno akceleratívni razvoj istog i težnja zakonodavnih organa da usavrše norme i okvire poslovanja kompanija sve manje ostavljaju prostora preduzećima da autohono oblikuju korporativno upravljanje. Sve je veći značaj regulative.

## Literatura

Aleksandar Shkolnikov: *Corporate Governance: An Antidote to Corruption*,  
[http://www.cipe.org/pdf/programs/corp\\_gov/CGANTIDOTE.pdf](http://www.cipe.org/pdf/programs/corp_gov/CGANTIDOTE.pdf)

Bill Witherell (2002): *Corporate Governance and Responsibility: Foundation of Market Integrity*, <http://www.oecd.org/dataoecd/39/43/1840502.pdf>

Brian Jenkins (Chairman of Corporate Governance Group of The Institute of Chartered Accountants in England & Wales) (1999): *Implementing Turnbull: A Boardroom Briefing*,

[http://www.icaew.co.uk/viewer/index.cfm?AUB=TB2I\\_26539&tb5=1&CFID=3271187&CFTOKEN=35952744](http://www.icaew.co.uk/viewer/index.cfm?AUB=TB2I_26539&tb5=1&CFID=3271187&CFTOKEN=35952744)

Center for International Private Enterprise (2002): *Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies, A Handbook*,  
[http://www.cipe.org/pdf/programs/corp\\_gov/CGHANDBOOK.pdf](http://www.cipe.org/pdf/programs/corp_gov/CGHANDBOOK.pdf)

Christian Leuz, Karl V. Lins, Francis E. Warnock and Darden Graduate School of Business (2005): *Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?*,  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=512042](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=512042)

Colin Melvin: *The Value of Corporate Governance*,  
<http://www.britchamitaly.com/legaltax/download/TheValueofCorporateGovernance.pdf>

Colin Mayer (2003): *Corporate Governance and European Financial Markets*,  
[http://www.ecgi.org/conferences/euro\\_500\\_mayer.pdf](http://www.ecgi.org/conferences/euro_500_mayer.pdf)

Jens Köke and Luc Renneboog (2003): *Do corporate control and product market competition lead to stronger productivity growth? Evidence from market-oriented and blockholder - based governance regimes*  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=389000](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=389000)

Karl V. Lins and Francis E. Warnock (2004): *Corporate Governance and Shareholder Base*, <http://www.nyse.com/pdfs/session6.pdf>

Klaus Gugler, Dennis C. Mueller and B. Burcin Yurtoglu (2003): *Corporate Governance and the Returns of Investment*,  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=299520](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=299520)



Klaus J. Hopt (2002): *Modern Company and Capital Market Problems Improving European Corporate Governance after Enron*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=356102](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=356102)

Klaus J. Hopt and Patrick C. Leyens (2004): *Board Models in Europe: Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=487944](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=487944)

Kose John and Simi Kedia (2002): *Design of Corporate Governance: Role of Ownership Structure, Takeovers and Bank Debt*, <http://www.haas.berkeley.edu/finance/corpgovdesign02.pdf>

Marc Goergen, Marina Martynova and Luc Renneboog (2005): *Corporate Governance Convergence: Evidence from takeover regulation*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=709023](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023)

NASDAQ Corporate Governance Summary of Rule Changes (2003), <http://www.nasdaq.com/about/CorpGovSummary.pdf>

New York Stock Exchange (2003): *Corporate Governance Rule Proposals* (2003), <http://www.nyse.com/pdfs/amend1-04-09-03.pdf>

New York Stock Exchange (2003): *Final New York Stock Exchange Corporate Governance Rules*, <http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf>

OECD principi korporativnog upravljanja (2004), <http://www.oecd.org/dataoecd/58/58/34625094.pdf>

Patric McColgan (2001): *The Simultaneous Determination of Managerial Ownership, Corporate Performance and Financial Analysts Coverage in United Kingdom*, <http://accfinweb.account.strath.ac.uk/wps/analystspaper.pdf>

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer (1998): *Corporate Ownership Around The World*, <http://post.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/papers/ownership.pdf>

S. Deakin, R. Hobbs, S. Konzelmann and F. Wilkinson (2001): *Partnership, Ownership and Control: The Impact of Corporate Governance on Employment Relations*, <http://www.business.aau.dk/loc-nis/workshop1/wilkinson.pdf>

Stiplon Nestor and Fianna Jesover (2000): *OECD Principles of Corporate Governance on Shareholder Rights and Equitable Treatment: Their Relevance to The Russian Federation*, <http://www.oecd.org/dataoecd/54/18/1920683.pdf>

The Institute of Chartered Accountants in England & Wales (1999): *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*, <http://www.ecgi.org/codes/documents/turnbul.pdf>

The OECD Principles of Corporate Governance, Policy Brief (2004), <http://www.oecd.org/dataoecd/41/32/33647763.pdf>

Theodor Baums and Kenneth E. Scott (2003): *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=473185](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=473185)

Yifan Hu, Frank Song, and Junxi Zhang (2004): *Competition, Ownership, Corporate Governance and Enterprise Performance: Evidence from China*, [http://www.hiebs.hku.hk/working\\_paper\\_updates/pdf/wp1111.pdf](http://www.hiebs.hku.hk/working_paper_updates/pdf/wp1111.pdf)

Yingyi Qian (2000): *Government Control in Corporate Governance as a Transitional Institution: Lessons from China*, <http://elsa.berkeley.edu/~yqian/98-1.pdf>

## Rezime

Bez obzira na stepen razvoja ekonomije u kojoj posluje, svaka korporacija se sreće sa istim problemima u vezi sa korporativnim upravljanjem. Ti problemi su: vlasništvo, prava akcionara i kontrola.

Vlasništvo se stiče kupovinom akcija kompanije. Povezano je sa donošenjem esencijalnih odluka u korporaciji kao što su: izmena statuta firme, nova emisija akcija, etc. Prisutna su dva tipa vlasništva: *disperzovano vlasništvo* i *koncentrisano vlasništvo*. Disperzovano vlasništvo je karakteristično za anglosaksonske zemlje (UK i SAD) gde je zastupljen jednomodni sistem korporativnog upravljanja. Ovaj tip vlasništva se odlikuje paketima akcija manjim od 20%. Sa druge strane, koncentrisano vlasništvo predpostavlja postojanje većinskog akcionara koji ima više od 20% akcija kompanije. Ukoliko pojedinačni akcionar poseduje više od 50% kompanije onda je on većinski akcionar i ima kontrolu nad kompanijom. Ovaj tip vlasništva je karakteristika kontinentalne Evrope i Japana, gde je prisutan dvomodni sistem upravljanja kompanijom.

*Prava akcionara* moraju biti garantovana zakonom i drugim institucionalnim pravilima, kao što su pravila koja publikuju berze za kompanije sa svog listinga. Danas svaka država prihvata OECD-ove Principe korporativnog upravljanja. Štaviše, tranzicione ekonomije, kao što je Rusija, moraju pored toga izglasati i poštovati zakone koji štite prava akcionara.

Kontrola menadžmenta je jedan od načina da se zaštite prava akcionara. Može biti *interna* i *eksterna*. Nadzorni odbor je glavni deo interne kontrole. Eksternu kontrolu obavljaju nezavisni eksterni revizori koji su sa korporacijom povezani ugovorom o pružanju usluga. Važno je istaći da i interni i eksterni revizori moraju biti nezavisni od menadžmenta preduzeća.

U ovom radu pokušali smo da predočimo probleme savremenog korporativnog upravljanja kao što su vlasništvo, kontrola i prava akcionara.

**Ključne reči:** korporativno upravljanje, vlasništvo, kontrola, prava akcionara

## Summary

In spite of extent of economy development in one country, every corporation faces up with same problems connected with corporate governance. Problems are ownership, shareholders rights and control.

The way to acquire ownership is by buying shares of company. Ownership is connected with making essential decisions in corporation like changing statute of firm, allowing new stock market flotation, etc. There are two types of ownership: *widespread or dispersed ownership* and *concentrated ownership*. Dispersed

ownership is characteristic of anglo-saxonian countries (United Kingdom and United States) where one-tier system is representative model of corporate governance. Dispersed ownership means that every single packet of shares is smaller than 20% of total shares in corporation. On the other hand, concentrated ownership characterizes presence of ultimate owner(s) in company. Ultimate owner is person who holds more than 20% of shares in firm. If shareholder holds more than 50% of shares he is major shareholder what means that he has control over company. Concentrated ownership is characteristic of continental Europe and Japan where is presented two-tier model of corporate governance.

Law and other institutional rules, like rules for listed companies of stock market, must guarantee the shareholder rights. Today, every country accepts Principles of Corporate Governance published by the Organization for Economic Cooperation and Development. Further more, the transitional countries, as Russia, must pass and respect laws, which protect shareholders rights.

Control of management is one of the ways to protect *shareholder rights*. Control could be *internal and external*. Audit or Supervisory board is main part of internal control. Independent external auditor who is in relation with company does external control by contract of giving services. It is important that all auditors (internal or external) be independent of management of corporations.

In this paper, we try to adduce main problems of modern corporate governance as ownership, control and shareholders rights.

**Key words:** corporate governance, ownership, control, shareholders rights