

## Korporativno upravljanje u Crnoj Gori – analiza internih i eksternih mehanizama

### Corporate governance in Montenegro – analysis of internal and external mechanisms

**„Najviše dobijaju oni koji sami uzimaju. Zatim oni koji najviše traže. A tek ono što ostane posle njih deli se onima koji zaslužuju.“ (Duško Radović)**

#### **Rezime**

*Interni i eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja obezbeju efikasno upravljanje i kontolu i omoguavaju rešavanje konflikata različitih interesa u korporativnim strukturama. Dobro korporativno upravljanje doprinosi održivom ekonomskom razvoju, podstiče razvoj finansijskog tržišta i omoguavaju privrednim društvima da mogu nositi zahtevne finansijske izvore, što je uslov njihovog rasta i razvoja, ali i opstanka. Analiza internih i eksternih mehanizama korporativnog upravljanja u Crnoj Gori ima za cilj da identifikuje osnovne slabosti i ograničenja, kako u domenu zakonskih i normativnih rešenja, tako i u domenu korporativne prakse. Važeće kompanijsko pravo u Crnoj Gori je u najvećem dijelu usaglašeno sa kompanijskim pravom Evropske unije. Sa druge strane odsustvo dobre korporativne prakse i ograničeni domeni precedentnog prava predstavljaju najveće sistemske ograničenje u procesu izgradnje efikasnog modela korporativnog upravljanja u Crnoj Gori. Izbor jednodomnog modela korporativnog upravljanja predstavljao je posebno veliki izazov, imajući u vidu da su osnovne sistemske karakteristike crnogorske privrede bile bliže dvodomnom ili kontinentalnom modelu. Nerazvijeno finansijsko tržište, koncentracija kapitala, bankocentran finansijski sistem, nerazvijeno tržište korporativne kontrole, nerazvijen institut sudske prakse, loše i netransparentno finansijsko izvještavanje predstavljaju najvažnije determinane sistema korporativnog upravljanja u Crnoj Gori. Unapređenje sistema korporativnog upravljanja, i podizanje njegove efikasnosti ne podrazumijeva samo normativno regulisanje i usaglašavanje nacionalnog zakonodavstva sa pravnim tekovinama EU ili razvijenih zemalja, već i prihvatanje najboljih međunarodnih praksi i standarda korporativnog upravljanja na način koji obezbejuje ostvarivanje interesa svih stejkholdera a prvenstveno vlasnika kapitala.*

---

<sup>1</sup> Vanredni profesor na Univerzitetu Crne Gore, Ekonomski fakultet Podgorica.

<sup>2</sup> Docent na Univerzitetu Crne Gore, Ekonomski fakultet Podgorica

**Ključne riječi:** korporativno upravljanje, agencijski problem, korporativno izvještavanje, zakonska regulative, precedentno pravo, naknade menadžmentu, koncentracija kapitala, tržište korporativne kontrole;

**Abstract**

*Internal and external mechanisms of corporate governance ensure efficient management and control, and allow resolution of conflicts of various kinds of interest in corporate structures. Good corporate governance contributes to the sustainable economic development, encourages the development of the financial market and provides business companies with greater possibilities for the acquisition of financial resources, which is a condition for their growth and development, but also survival. The analysis of internal and external mechanisms of corporate governance in Montenegro aims to identify the main weaknesses and constraints, both in the field of legal and normative solutions, as well as in the field of corporate practice. Valid corporate law in Montenegro is mostly aligned with the company law of the European Union. On the other hand, the absence of good corporate governance practices and limited reach of case law are major systemic limitations in the process of building an effective model of corporate governance in Montenegro. Selection of a unicameral model of corporate governance was a particularly big challenge, bearing in mind that the basic system characteristics of Montenegrin economy were closer to a bicameral or continental model. Undeveloped financial market, concentration of capital, bank-centric financial system, undeveloped market for corporate control, undeveloped institution of jurisprudence, poor and non-transparent financial reporting represent the most important determinants of the corporate governance system in Montenegro. Improvement of the corporate governance system and raising its efficiency does not imply only normative regulation and harmonization of national legislation with the EU acquis or acquis of developed countries, but also the acceptance of the best international practices and standards of corporate governance in a way that ensures the achievement of goals of all stakeholders and primarily of owners of capital.*

**Key words:** corporate governance, principal-agent problem, corporate reporting, legislation, case law, management fees.

## UVOD

Korporativno upravljanje definišemo kao skup mehanizama kroz koje firma funkcioniše, kada je svojina odvojena od upravljanja. Uobičajena definicija korporativnog upravljanja je ona data u izvještaju lorda Kadberija: „korporativno upravljanje je sistem kojim su kompanije upravljane i nadzirane“. Jednostavnije rečeno, korporativno upravljanje predstavlja ono što dobijate kada se „oprostite“ od vašeg novca i kupite akcije neke kompanije.

Prema definiciji OECD-a (1992. godina) korporativno upravljanje predstavlja „sistem upravljanja i kotrole akcionarskih društava, kojim se utvrđuju i raspoređuju prava i odgovornosti između različitih članova društva kao što su uprava, akcionari i ostali povjerioci (država, finansijske institucije, dobavljači, zaposleni i sl.); sastavljaju pravila i postupci za donošenje odluka o događajima u društvima i utvrđuju strukture kroz koje se postižu ciljevi akcionarskog društva, sredstva za ispunjenje tih ciljeva i kontrola njihovog izvršenja.“<sup>3</sup>

Svetska banka definiše korporativno upravljanje kao unapređenje korporativnog poštenja, transparentnosti i odgovornosti. Financial Times definiše korporativno upravljanje u širem smislu kao odnos kompanije prema društvu kao cjelini i u užem smislu kao odnos kompanije prema svojim akcionarima.

Često se korporativno upravljanje poistovjećuje sa rukovođenjem. Suštinski, između njih postoji jasna razlika. Rukovođenje predstavlja operativno bavljenje poslovanjem preduzeća – poslovođenje, dok korporativno upravljanje obezbjeđuje obavljanje biznisa na način utvrđen zakonskom regulativom, kao i dobrovoljnim prihvatanjem opšteprihvaćenih standarda, principa i upustava. Korporativno upravljanje definiše cilj poslovanja korporacije i sredstva za njegovo ostvarenje, ali istovremeno prati i njene performanse, način korišćenja sredstava i stepen ostvarenja cilja.

Uobičajeno shvaćeni problemi korporativnog upravljanja ne javljaju se u svakom preduzeću, već samo tamo gde postoji veći broj vlasnika i odvojenost svojine od upravljanja. Drugim riječima problematika izučavanja korporativnog upravljanja vezuje se za privredna društva u kojima je došlo do razdvajanja vlasništva od upravljanja, odnosno tamo gdje je „preduzetničko upravljanje“ zamijenjeno „profesionalnim (administrativnim)“ upravljanjem. U praksi to najčešće znači da se fenomen korporativnog upravljanja vezuje za akcionarska društva, kojima umjesto vlasnika upravljaju profesionalni menadžeri. S obzirom, da su akcionarska društva najznačajniji entiteti tržišnog privređivanja, fenomen korporativnog upravljanja je posebno značajan sa aspekta funkcionisanja kako nacionalnih tako i globalne ekonomije.

Najopštije rečeno, korporativno upravljanje se bavi odnosima između različitih nosilaca interesa (internih i eksternih) u odnosu na način na koji se vrši kontrola i nadzor nad kompanijom. Korporativno upravljanje nije samo sebi cilj (kako to neki u Crnoj Gori misle) već način ostvarenja cilja poslovanja

---

<sup>3</sup> Dragana Radenković Jocić, Vesna Sekulić: *Korporativno upravljanje*, Ekonomski fakultet Niš, 2010. godina, str. 6

kompanije. U tom smislu treba razjasniti dvije osnovne stvari. Prvo, šta je cilj poslovanja preduzeća – korporacije? Drugo, šta je to korporacija i šta čini suštinu korporativnog upravljanja?

## POJAM KORPORACIJE I NJENI CILJEVI

U teoriji i praksi se često posmatra pitanje šta se podrazumijeva pod terminom korporacija. Da li je ovaj pojam sinonim sa pojmom preduzeće, kompanija, firma i sl.? Odnosno, da li se termin korporacija vezuje isključivo za akcionarska društva? Različite pravni pristupi definisanju korporacije dovode do toga da jednostavnog i jedinstvenog odgovora nema.

Najširi ili opšti pojam je preduzeće. Preduzeće predstavlja privrednopravni entitet koji raspolaže resursima radi obavljanje privredne djelatnosti (proizvodnja ili vršenje usluga) u cilju maksimiranja dobitka na dugi rok.<sup>4</sup> U pravnoj teoriji preduzeće se ne tretira posebnim subjektom prava, već se smatra ekonomskom kategorijom (kao privredna aktivnos – preduzetništvo). Pošto preduzeće nema pravni subjektivitet u privredno-pravne odnose sa trećim licima ulaze nosioci preduzeća- djelatnosti. Nosilac preduzeća je privredno društvo – pravno lice i fizičko lice – preduzetnik.<sup>5</sup>

Termin firma označava ime pod kojim neki preduzetnik vodi svoj posao, daje potpise i pod kojim se vodi u registru suda (natpis nad radnjom, trgovačka kuća). Veoma često se u poslovnoj praksi termin firma poistovjećuje sa terminom preduzeće.

Pravni sistemi koriste termine trgovačko društvo ili privredno društvo. Pod privrednim društvom se podrazumijeva pravno lice, koje ima svoj organizacioni oblik i koje ostvaruje neku privrednu djelatnost u cilju sticanja profita (dobitka). U crnogorskom pravnom sistemu izvršena je harmonizacija pravnih formi trgovačkih društava (ortačko društvo, komanditno društvo, društvo sa ograničenom odgovornošću I akcionarsko društvo) kroz usvajanje Zakona o privrednim društvima.<sup>6</sup> Forme obavljanja privredne djelatnosti u svakoj zemlji se posebno uređuju zakonom. Zakon o privrednim društvima u Crnoj Gori prihvatio je načelo pluralizma u pogledu pravno-organizacionih oblika za obavljanje privredne djelatnosti. Ovim zakonom je propisano da se privredna djelatnost može obavljati u formi privrednih društava ili drugih oblika određenih ovim zakonom, odnosno u formi: preduzetnika, ortačkog društva, komanditnog društva, društva sa ograničenom odgovornošću, akcionarskog društva I dijelu stranog društva. (član 2 ZOPD). ZOPD u Crnoj Gori ne dozvoljava druge forme organizovanja privredne djelatnosti izuzev navedenih – načelo numerus clausus.<sup>7</sup> Ako jedno ili više fizičkih lica ili pravno lice otpočne ili obavlja privrednu djelatnost a ne registruje se u skladu sa odredbama ovog zakona, smatra

<sup>4</sup> Dragan Mikerević: *Finansijski menadžment*, Ekonomski fakultet u Banjoj Luci, 2009. godina, str.15

<sup>5</sup> Mirko Vasiljević: *Korporativno upravljanje – pravni aspekti*, Pravni fakultet Beograd, 2007. godina, str.39.

<sup>6</sup> Zakon o privrednim društvima, Službeni list Republike Crne Gore, br. 6/02 od 08.02.2002., Službeni list Crne Gore, br 17/07 od 31.12.2007., 80/08 od 26.12.2008., 40/10 od 22.07.2010., 36/11 od 27.07.2011., 40/11 od 08.08.2011.

<sup>7</sup> Dragan Radonjić: *Pravo privrednih društava, Pobjeda a.d., 2008. godina*

se preduzetnikom ili ortaklukom u odnosu prema trećim licima, (član 3 ZOPD) odnosno neograničeno je i lično odgovoran za obaveze nastale u toku obavljanja privredne djelatnosti.

Klasifikacija privrednih društava po pravilu nije posao zakonodavaca već pravne nauke. Uobičajena je podjela privrednih društava na: društva lica (ortračko društvo I komanditno društvo) i društva kapitala (društvo sa ograničenom odgovornošću i akcionarsko društvo). Društva lica odlukuju personalna svojstva, kao što su povjerenje i poznanstvo kao i neograničena lična odgovornost članova za obaveze društva. Društva kapitala karakteriše gubitak personalnih svojstava pa se nazivaju i anonimna društva (Zakonom o trgovačkim društvima kraljevine Crne Gore iz 1910. nazivana su bezimeni ortakluk). Članovi društva kapitala za obaveze društva odgovaraju samo do visine unesenog kapitala a ne cjelokupnom svojom imovinom, što je jedna od njih osnovnih odlika. Naš ZOPD po uzoru na anglosaksonski i njemački pravni sistem, priznaje pravni subjektivitet samo akcionarskom društvu i društvu sa ograničenom odgovornošću, dok ortračko društvo i komanditno društvo nemaju svojstvo pravnog lica. Djelovi društva kapitala ne mogu imati pravni subjektivitet, koji se po odredbama ZOPD Crne Gore stiče upisom a gubi brisanjem iz registra privrednih društava.

Korporativno upravljanje se uglavnom vezuje za termin moderna korporacija. Moderna korporacija predstavlja oblik preduzeća u kom je vlasništvo u potpunosti odvojeno od upravljanja resursima preduzeća i u kom su vlasnici odgovorni za njegove obaveze samo do visine uloženog kapitala. Korporacija čijim akcijama se trguje na organizovanom tržištu u velikoj mjeri se razlikuje o privatnog preduzeća, djeluje kao poseban pravni entitet u okviru pozitivnih zakonskih propisa, ima odvojeno vlasništvo od upravljanja, obezbjeđuje lako prenošenje vlasništva i ograničenu odgovornost akcionara. Korporacija je dakle akcionarsko društvo u kom kontribuiraju interesi različitih učesnika: investitora – vlasnika, kupaca, dobavljača, zaposlenih, menadžmenta, države itd., odnosno ona je mjesto u kom se ostvaruju interese svih učesnika- stejkholdera.

Različiti pravni sistemi poznaju različite korporacije. U praksi se najčešće pravi razlika između **javnih korporacija** (public corporation) I **privatnih korporacija** (private corporation). Javne korporacije su akcionarska društva koja se osnivaju javnom emisijom akcija i čijim akcijama se trguje na organizovanom tržištu kapitala. Private korporacije su zatvorene korporacije čijim akcijama se ne trguje na organizovanom tržištu I koje se osnivaju kroz mehanizam zatvorenog plasmana – akcije naimjenjene samo poznatim akcionarima. Korporacije takođe mogu biti i **supsidijarne** (potpuno ili djelimično u vlasništvu druge korporacije) i **holding kompanije** (koje kontrolišu jedno ili više privrednih društava čija je isključiva djelatnost finansiranja i upravljanja ovim kompanijama).

Akcionarsko društvo predstavlja najsloženiji organizacioni oblik preduzeća. Ono je zasnovano na udruženom akcijskom kapitalu. Osnovni cilj akcionarskog društva je prikupljanje manjih suma slobodnih finansijskih sredstava - kapitala radi preduzimanja krupnih poslovnih aktivnosti ili poduhvata za koje bi svaka pojedinačna suma kapitala bila nedovoljna.

Odgovornost za poslovanje akcionarskog društva je imovinska, a ne lična i srazmjerna je udjelu akcionara u akcionarskom društvu.

Učešće vlasnika u profitu akcionarskog društva, kao i u odlučivanju, zavisi isključivo od njegovog udjela izraženog brojem akcija, drugim riječima od iznosa uložених sredstava. U skladu sa tim i odgovornost vlasnika za eventualne gubitke akcionarskog društva ograničena je na iznos uloga, što znači da je najveći gubitak koji akcionar može imati jednak njegovoj investiciji u akcionarsko društvo.<sup>8</sup>

Osnovni kapital akcionarskog društva iskazuje se u pasivi bilansa stanja i predstavlja trajni izvor finansiranja društva. S obzirom da bilans stanja predstavlja prikaz stanja sredstava (imovine) i izvora finansiranja sredstava, sasvim je jasno da je imovina društva prikazana u aktivi bilansa stanja društva. Poslovanjem akcionarskog društva mijenja se struktura i vrijednost sredstava u aktivi, ali ove promjene ne zahtijevaju i promjenu osnovnog kapitala. Tako na primjer, prodajom osnovnih sredstava mijenja se struktura sredstava, tako što se smanjuje bilansna pozicija osnovnih sredstava a povećava bilansna pozicija – novac. Ova promjena, pak ne utiče na finansijsku strukturu akcionarskog društva niti dovodi do promjene sopstvenog kapitala. Sopstveni kapital akcionarskog društva formalno predstavlja garantnu supstancu povjeriocima, koja ih štiti od rizika naplate potraživanja. Dakle, sopstveni kapital je samo fiktivna kategorija u smislu obezbjeđenja naplate potraživanja povjerioca. Faktički, prava garantna supstanca je imovina društva. Ako je iznos obaveza društva prema povjeriocima veći od vrijednosti njegove imovine, tada je društvo insolventno. To znači da preduzeće nije u mogućnosti da iz sopstvenog kapitala podmiri ukupne obaveze, odnosno da je izgubilo cjelokupan sopstveni kapital i dio pozajmljenih izvora finansiranja u visini razlike između ukupnih obaveza i vrijednosti imovine. Dakle, za podmirenje ukupnih obaveza društva bitna je njegova aktiva, a ne kapital.

Akcionarsko društvo je stub finansijskog tržišta i modernog kapitalizma.<sup>9</sup> Svojom organizacijom i ekonomskim ciljem omogućava uvećanje ekonomskog potencijala kapitalizma. Njegova organizacija i ekonomski cilj ne uslovljavaju samo poslovanje akcionarskog društva na finansijskom tržištu, nego i pojedine složenije operacije na tržištu kapitala, kao na primjer procese preuzimanja kompanija, privatizaciju i sl.

Ovi savremeni procesi koji su izraz rastuće globalizacije, trasiraju put daljoj evoluciji savremenih korporacija. Razvoj finansijskog tržišta, gubljenje nacionalnih granica u pogledu kretanja kapitala, rada, proizvoda i usluga determinisali su oblikovanje i dizajniranje savremenih formi akcionarskih društava, razvijajući i stavljajući u prvi plan savremeni fenomen korporativnog upravljanja.

Deregulacija, globalizacija, naglašena konkurencija i razvoj informatičke tehnologije osnovni su podsticaj transformacionim procesima koji «kreativno razaraju» današnja akcionarska društva.

Izražen proces svetske globalizacije omogućava veoma brz transfer znanja, tehnologije i finansijskih inovacija, pri čemu akcionarska društva zahvaljujući ogromnoj koncentraciji kapitala predstavljaju generatore privrednog i civilizacijskog razvoja.

---

<sup>8</sup> U našem ZOPD sud je ovlašćen da može utvrditi i neograničenu odgovornost akcionara kada postoji zloupotreba ograničene odgovornosti teža povreda odredaba o akcionarskom društvu ili društvu sa ograničenom odgovornošću (miješanje imovine vlasnika i društva, lažna i prevarna registracija, propuštanje vođenja propisane evidencije i dostavljanje podataka CRPS, neadkvatna kapitalizacija i osiguranje isl.)

<sup>9</sup> Karl Marks: Kapital tom III, dio I, str. 481 -2

Značaj akcionarskih društava za razvoj kapitalističkog (bolje rečeno tržišno fundiranog društva) i civilizacijski progres ističu brojni teoretičari. Tako na primjer N. M. Buttler ističe da je akcionarsko društvo najveće otkriće modernog vremena i da je po svom značaju i karakteru dragocjenije od otkrića pare i elektrike. Promjene u načinu funkcionisanja akcionarskih društava odraz su sveukupnih i radikalnih promjena u razvoju savremenog društva. Kapitalizam nije mogao naći bolje sredstvo za povećanje svoje moći nego što je stvaranje akcionarskog društva (J.L. Homme).<sup>10</sup>

Akcionarska društva su najvažniji entiteti tržišne privrede. Ova tvrdnja je održiva i pored činjenice da mala i srednja preduzeća u većini ekonomija, čine dominantan oblik organizovanja privredne djelatnosti, zapošljavaju najveći broj radnika i značajno utiču na bruto domaći proizvod, iz najmanje tri razloga:

- Akcionarska društva su najbolji mehanizam za prikupljanje velikih suma slobodnog kapitala, koji je pojedinačno distribuiran kod velikog broja investitora u manjim iznosima;
- Akcionarska društva vrše alokaciju kapitala (koji je oskudan resurs) na način da se sa ostvaruje princip rentabilnosti – sa što manjim angažovanjem kapitala ostvariti maksimalan prinos;
- Akcionarska društva kroz ostvarenje svog cilja – maksimiziranje dobitka na dugi rok, ostvaruju i javni interese, čime se omogućava sistemski stabilnost u društvenim i ekonomskim sistemima.

Akcionarska društva imaju po pravilu složenu strukturu u domenu, poslovanja, finansija, tehnologije i upravljanja. Kvalitet ostvarenja ciljeva akcionarskog društva zavisi od ograničenja koja mu se postavljaju. Ciljevi preduzeća se moraju posmatrati kao željeno djelovanje, a ne kao ono šta je stvarno moguće. Ovoj konstataciji odgovara i definicija cilja preduzeća koju je dao profesor Kosta Vasiljević: « *Cilj preduzeća je određena želja čija nam je slika unaprijed poznata, i čijem ostvarenju težimo.*<sup>11</sup>

U ekonomskoj teoriji i literaturi još uvijek postoje sporenja oko određivanja primarnog cilja poslovanja preduzeća. Rešavanje ove dileme vodilo je u pravcu nastajanja dvije osnovne teorije koje se vezuju za različite etape u razvoju pojedinih oblika preduzeća. Prva i starija teorija je vlasnička teorija firme, koja smatra da je primarni cilj preduzeća maksimiziranje profita (dobitka) u korist vlasnika kapitala (preduzeća). Zagovornici ove teorije smatraju da preduzetnici djeluju isključivo u svoju korist. Ova teorija je i danas prihvatljiva za inokosna i ortačka preduzeća, odnosno za društva lica. Zahtjev za maksimiziranjem dobitka u korist vlasnika preduzeća javlja se kao logična posledica sistema privatnog vlasništva nad sredstvima za proizvodnju i potpune slobode djelovanja svakog preduzetnika, koji je ujedno i vlasnik. Ulaganjem kapitala u svoje sopstveno preduzeće vlasnik želi obezbijediti raspolaganje svojom imovinom, onako kako on to želi i po osnovu uloženog kapitala obezbijediti maksimalan dobitak za sebe, tj. Maksimalno uvećati svoju imovinu.

Definisanje cilja ili ciljeva akcionarskog društva vezano je i za prizmu posmatranja njegovog položaja, organizacije, funkcionisanja i značaja.

---

<sup>10</sup> Vidjeti Andjelko Lojpur: Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije, Ekonomski fakultet Podgorica, 2004. godina.

<sup>11</sup> Kosta Vasiljević : Teorija i analiza bilansa, III izdanje, Savremena administracija, Beograd, 1962. godina, str. 19

Posmatrano sa nivoa menadžmenta moglo bi se reći da je globalni cilj akcionarskog društva stvaranje profita uz zahtjev da se osigura njegov opstanak, rast i razvoj. Ovakva tvrdnja odgovarala bi tradicionalnom shvatanju cilja preduzeća.

Tradicionalni pristup shvatanju cilja akcionarskog društva ne može se uzeti kao relevantan.

U poslovnoj filozofiji korporacije nije važan vlasnik kapitala, već menadžer koji mora istupati ne samo kao zastupnik interesa vlasnika kapitala već i svih ostalih učesnika, uključujući tu državu, zaposlene, kupce, dobavljače i sebe lično.

Ciljevi menadžmenta mogu se razlikovati od ciljeva akcionara preduzeća (vlasnika). U velikim korporacijama postoji tako široka disperzija akcija, da neki akcionari ne mogu čak ni iskazati svoje ciljeve, a kamoli kontrolisati menadžment i uticati na njega. U takvoj situaciji menadžment može djelovati više u vlastitom interesu, nego u interesu akcionara - prvi agencijski problem. Menadžment se pak može shvatiti u funkciji posrednika vlasnika preduzeća – menadžeri su agenti koji radi u ime i za račun vlasnika (principala). Akcionari ovlašćuju menadžere da donose odluke, nadajući se da će agenti djelovati tako da se ostvare na najbolji način interesi akcionara. Akcionari mogu biti sigurni u optimalnost odluka menadžmenta, samo ako je obezbijedena njihova adekvatna motivacija i adekvatan nadzor. Motivacija ili podsticaj uključuje akcijske opcije, nagrade i beneficije. Nadziranje se može vršiti obavezivanjem menadžmenta, kritičkim ispitivanjem beneficija, kontrolom finansijskih izvještaja i eksplicitnim ograničavanjem odluka menadžmenta. Nadzorna djelatnost uključuje troškove i nužno dovodi do razdvajanja vlasništva i kontrole korporacije. Što je manji procenat vlasništva menadžmenta, manja je vjerovatnoća da će se oni ponašati na konzistentan način sa maksimizacijom bogastva akcionara, čime je i veća potreba nadziranja i kontrole njihovih aktivnosti. S obzirom da se akcionarsko društvo može posmatrati kao proizvođač i privatnih i društvenih dobara, maksimizacija akcionarskog bogastva može se smatrati održivim korporacijskim ciljem.

Međutim, za akcionarsko preduzeće je veoma važna druga teorijska postavka, poznata kao teorija entiteta firme, koja smatra da vrhunski cilj preduzeća nije maksimiranje bogastva vlasnika već **maksimizacija rentabilnosti poslovnih ulaganja**.

Posljednjih nekoliko decenija prevladava stav da je osnovni cilj korporacija društvena odgovornost i održivi razvoj. Ovako definisan cilj inkorporira u sebi i maksimiziranje dobitka, ali ne po svaku cijenu, naročito ne po cijenu ugrožavanja interesa države, zaposleni i ostalih stejkholdera i očuvanje zdrave životne sredine.

U posljednjih pedeset godina korporacije – akcionarska društva, postale su organizacije čija ekonomska i finansijska moć postaje dominantna, čak i u odnosu na državu. Moć korporacija proistekla je iz njihove sposobnosti da udruže kapital, a samim tim i privednu moć neograničenog broja ljudi. Bez obzira na svoj značaj i ulogu u privrednom i civilizacijskom razvoju, moderne korporacije su danas najčešće ponašaju kao nepogrešive i svemogućе i sve više utiču na odluke državnih organa koji bi trebalo da ih kontrolišu. Drugim riječima korporacije upravljaju našim životima, određujući način našeg ponašanja i funkcionisanja društvenih i privrednih sistema upošte.



Posljednjih godina svjedoci smo sve većeg broja korporacijskih skandala i prevara, što nas navodi na zaključak da su korporacije u posljednja tri vijeka prigrabile toliko moći da su ugrozili i sami državni nadzor. U svom razvoju korporacije su prošle put od nejakih institucija, koje su čak i zakonom zabranjivane, do institucija koje dominiraju društvom i državom. Ekonomsko-financijska kriza globalnih razmjera razotkrila je mnoge slabosti korporativnog kapitalizma. Brojni teoretičari sa pravom postavljaju pitanje koji su osnovni uzroci ovakvog stanja, i da li se bliži kraj epohe korporeativnog kapitalizma? Bez prejudiciranja odgovora na postavljeno pitanje nametnuo se zaključak da se u samoj filozofiji i ponašanju korporacije nešto mora mijenjati. Mendžerska pohlepa i visina njihovih kompenzacija u tom kontekstu zauzima značajno mjesto. U tom cilju veoma je važno sagledati i empirijski verifikovati međuzavisnost između visine menadžerskih naknada i efikasnosti ostvarenja ciljeva korporativnog poslovanja. Pri tom treba imati na umu da sve više prevladava uvjerenje da osnovni cilj poslovanja korporacija nije maksimiranje dobitka na dugi rok, **već društvena odgovornost i održivi razvoj**. Bez obzira na to koliko ovakva konstatacija zvuči „orvelovski“ sasvim je sigurno da korporacije moraju uskladiti svoje poslovanje sa konceptom održivog razvoja ili će ekosistem zemlje biti ugrožen a njegova mogućnost opstanka dovedena u pitanje. S pravom se postavlja pitanje da li je institucionalna moć korporacije i neograničena želja za stvaranjem profita napravila od korporacija „frankenštajne sposobne da čine zlo“<sup>12</sup>. I pored činjenice da je koncept neoliberalne ekonomije pretrpio brojne kritike, veliki broj teoretičara još uvijek sumnja u društvenu odgovornost korporacija. Jedan od najpoznatijih teoretičara liberalne ekonomije Milton Fridman smatra da su korporacije dobre za društvo a da preveliki državni intervencionizam nije. Interesi korporacije prema njegovom mišljenju su interesi akcionara, tako da korporacija ne smije trošiti novac svojih akcionara za društveno odgovorne ciljeve, koji nijesu povezani sa njenim finansijskim učinkom i interesom akcionara. Prema njegovom mišljenju postoji samo jedna društvena odgovornost za direktore korporacije a to je zaraditi što više profita za akcionare. „Direktori kojima su važniji ekološki i društveni ciljevi od stvaranja profita su nemoralni“, smatra Fridman.<sup>13</sup>

## MEHANIZMI KORPORATIVNOG URAVLJANJA – INTERNI I EKSTERNI

Dobro korporativno upravljanje zavisi od usklađenosti između različitih mehanizama koji omogućavaju efikasno upravljanje i rešavanje konflikata koji nastaju u korporativnim strukturama.

Mehanizmi korporativnog upravljanja mogu biti različiti. U zavisnosti od konteksta u kom se upotrebljavaju moguće ih je svrstati u dvije osnovne grupe: interne i eksterne mehanizme korporativnog upravljanja. **Interne mehanizme** čine: upravni odbor (odbor direktora ili bord), naknade menadžmentu, koncentracija vlasništva, stejkholderski odnosi i korporativno izvještavanje. **Eksterni mehanizmi** korporativnog upravljanja su: zakonska i normativna regulativa, tržište korporativne kontrole, zaštita prava manjinskih akcionara i razvoj konkurentskih uslova poslovanja.

Mehanizmi korporativnog upravljanja treba da obezbijede odgovore na pitanja:

---

<sup>12</sup> Izjava sudije američkog Vrhovnog Lousa Brandeisa u presudi iz 1933. godine.

<sup>13</sup> Joel Bakan: Korporacija: patološka težnja za profitom i moći, Mirakul, zagreb 2006. godina, str. 8

- Koga menadžeri zastupaju i na koji način?
- Kako se menadžment nadzire i kontroliše?
- Kakvi su odnosi između većinskih i manjinskih akcionara?
- Kako se štite prava manjinskih akcionara?
- Kakav je odnos kompanije prema sadašnjim i potencijalnim investitorima?
- Koliko si istinite i objektivne informacije o finansijskoj poziciji i uspješnosti poslovanja?
- Koliko su zaštićena prava radnika?
- Kako se iskazuje društvena odgovornost korporacije?

Privatizacija državnih preduzeća i prelazak na tržišnu ekonomiju, učinili su važnim i značajnim pitanja iz domena korporativnog upravljanja u Crnoj Gori. Privatizacija je stvorila nove uslove poslovanja i omogućila uspostavljenje novog sistemskog i institucionalnog okvira. Razdvajanje vlasništva od upravljanja kompanijom, odgovornost prema akcionarima, reagovanje na interese stejkholdera, transparentnost i zahtevi obaveznog izveštavanja su trenutno aktuelna pitanja u domenu korporativnog upravljanja u Crnoj Gori.

## INTERNI MEHANIZMI KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI

### ODBOR DIREKTORA

Odbor direktora kompanije je povjerenik (agent) akcionara sa osnovnom dužnošću da povećava profit kompanije. Odbor direktora stvara vezu između vlasnika i menadžmenta preduzeća što znači da mu pripada ključna uloga u procesu korporativnog upravljanja. Akcionari društva preko odbora direktora (upravnog odbora) utiču na ponašanje menadžera kao bi se osiguralo da menadžeru (agenti) upravljaju društvom u interesu i za račun vlasnika (principala) a ne za svoj lični interes.

Organizacija odbora direktora zavisi od modela korporativnog upravljanja, koji se primjenjuje u nekoj zemlji. U modernim korporacijama u suštini postoje dva načina organizacije odbora direktora:

1. uspostavljanje jedinstvenog odbora direktora ili upravnog odbora
2. uspostavljanje dva odbora: nadzornog odbora i odbora direktora

Jednodomni model korporativnog upravljanja ili anglosaksonski model<sup>14</sup> zasnovan je na jedinstvenom odboru direktora koji istovremeno obezbjeđuje upravljačku i nadzornu funkciju. Njega sačinjavaju neizvršni i izvršni direktori. Izvršni direktori imaju operativna poslovna ovlašćenja za razliku od neizvršnih direktora koji nijesu uključeni u operativno upravljanje i rukovođenje preduzećem. Za neizvršen direktore pretpostavlja se njihova nezavisnost i objektivnost pri ostvarivanju upravljačke i nadzorne funkcije. Od njih se očekuje da korporaciji stave na raspolaganje sva svoja znanja, vještine, i

---

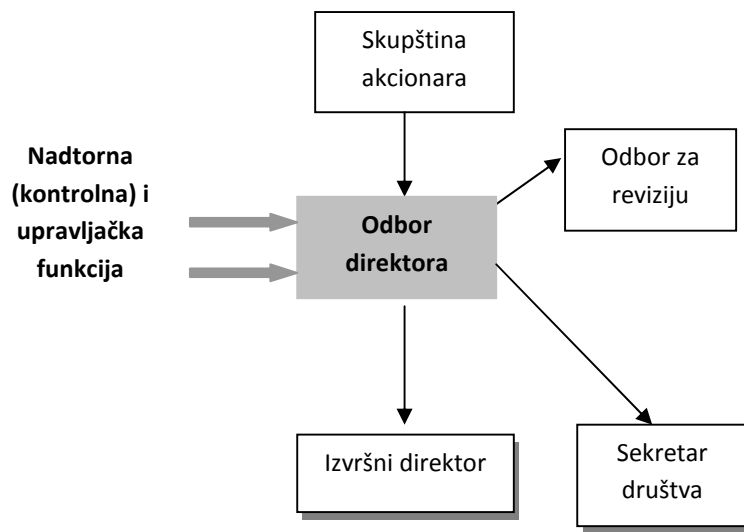
<sup>14</sup> Ovaj model korporativnog upravljanja se u teoriji često naziva i monistički model.

sposobnosti, ali i svoj ugled, poslovne veze i informacije. Izvršni direktori konkretizuju određene poslovne aktivnosti na bazi dobrog (insajderskog) poznavanja kompanije, čime se poboljšava efikasnost poslovnog odlučivanja i ostvaruju bolje rezultati poslovanja.

Dvodomni model korporativnog upravljanja zasnovan je na uspostavljanju dvije vrste odbora u upravljačkoj strukturi korporacije. Nadzornu, odnosno kontrolnu ulogu u korporaciji obavlja nadzorni odbor, dok upravljačku funkciju ostvaruje odbor direktora. Kod ovog modela korporativnog upravljanja akcionari društva na skupštini akcionara biraju članove nadzornog odbora. Nadzorni odbor bira izvršne menadžere, koji imaju ovlašćenja da vode i zastupaju društvo. U ovom slučaju nadzorni odbor predstavlja kopču između akcionara, koji su svoj kapital uložili u društvo ili su akcije stekli na sekundarnom tržištu kapitala i izvršnog menadžmenta koji je zadužen za povećanje tržišne vrijednosti preduzeća i samim tim tržišne vrijednosti akcija.

Zakon o privrednim društvima Crne Gore<sup>15</sup> prihvatio je jednodomni model korporativnog upravljanja u crnoj Gori. Po ovom modelu postoji samo jedan organ upravljanja i rukovođenja – odbor direktora. Prikaz jednodomnog modela korporativnog upravljanja u Crnoj Gori sa jedinstvenim odborom dat je sledećom slikom:

**Slika br. 1: Jednodomni model korporativnog upravljanja sa jedinstvenim odborom direktora u Crnoj Gori**



Opređenje za jednodomni model korporativnog upravljanja u Crnoj Gori nije imao svoje utemeljenje u primjenjivanoj zakonskoj regulativi kao ni u uobičajenoj poslovnoj praksi. Naime osnovne karakteristike jednodomnog modela nijesu još uvijek podudarne sa stvarnim stanjem crnogorske korporativne prakse.

<sup>15</sup> Zakon o privrednim društvima, Službeni list Republike Crne Gore, br. 6/02 od 08.02.2002., Službeni list Crne Gore, br 17/07 od 31.12.2007., 80/08 od 26.12.2008., 40/10 od 22.07.2010., 36/11 od 27.07.2011., 40/11 od 08.08.2011.

Osnovne karakteristike anglosaksonskog modela kao što su: **disperzovano vlasništvo, razvijeno i visoko likvidno tržište kapitala, razvijeno tržište korporativne kontrole i lake mogućnosti preuzimanja, primjena precedentnog prava, laka mogućnost pokretanja sudke tužbe u cilju zaštite interesa manjinskih akcionara, potpuno odvojeno vlasništvo od upravljanja i sl, suštinski ne odgovaraju sistemskim karakteristikama korporativne prakse u Crnoj Gori.** Naprotiv, osnovne karakteristike privredno-sistemskog ambijenta u Crnoj Gori su: **koncentrovano vlasništvo, slabo razvijeno finansijsko tržište, bankocentričan finansijski sistem, nedovoljno razvijen institut sudke prakse, slaba zaštita manjinskih akcionara, nerazvijeni instituti preuzimanja društava, nedovoljna podvojenost vlasništva od upravljanja, što nas upućuje na zaključak da je u Crnoj Gori bio primjereniji kontinentalni (njemački) ili dvodomni model korporativnog upravljanja.**

Odbor direktora je upravljačko tijelo u akcionarskim društvima u Crnoj Gori. Imenuje ga skupština akcionara sa mandatom koji traje godinu dana (do sledeće skupštine akcionara), sa mogućnošću neograničenog broja reizbora. Broj članova odbora direktora utvrđuje se statutom društva. Minimalan broj članova odbora direktora je tri. Odbor mora imati neparan broj članova. Izvršni direktor prema odredbama ZOPD Crne Gore ne može biti član odbora direktora. Ovakvo rešenje motivisano je željom da se izbjegne pretjerano koncentrisanje moći, odnosno željom da odbor direktora bude protivteža izvršnom direktoru. Ipak, čini se da zakonodavac nije bio do kraja dosledan, jer ova odredba ne važi i za sekretara društva koga takođe kao i izvršnog direktora bira i imenuje odbor direktora.

Crnogorski ZOPD po uzoru na anglosaksonsko korporativno pravo suštinski pravi razliku između nezavisnih direktora (članova odbora) i izvršnih direktora, koji rukovode društvom, mada se to posebno u zakonu ne ističe. Odbor direktora se prema crnogorskom zakonu ne može odreći prava i dužnosti, niti ih delegirati, a koji se odnose na: upravljanje i davanje smjernica za rukovođenje društvom, organizaciju društva, organizaciju računovodstvene i finansijske kontrole, imenovanje i razrešenje odgovornih lica kao i njihove kontrole, primjenu zakona, statuta i drugih propisa i sl. Odgovornost za poslove iz nadležnosti odbora direktora se ne može prenijeti na druge organe ili lica, pa čak i ako odbor direktora zatraži od skupštine akcionara da se izjasni po određenim pitanjima iz nadležnosti rada odbora.

Da bi se obezbijedila veća efikasnost rada odbora direktora, bolja informisanost i veća djelotvornost nadzora nad menadžmentom a samim tim unaprijedio kvalitet upravljanja i odlučivanja, pristupa se formiranju različitih komisija (komiteta) unutar odbora direktora. Komisije (komiteti) imaju prvenstveno stručnu i savjetodavnu ulogu.

ZOPD Crne Gore nije propisao obavezno postojanja ovih Komiteta, već je ostavio slobodu da ova pitanja budu bliže uređena statutom privrednog društva. Zakonodavac je za velika privredna društva predvidio obaveza uvođenja odbora za reviziju. Posebno je propisano da minimalan broj članova odbora za reviziju mora biti tri, od čega najmanje jedan mora biti ekspert za računovodstvo i reviziju. **Mišljenja smo da je ovakva zakonska norma veoma neprecizna i nejasna jer se bitnije ne određuje djelokrug rada odbora za reviziju, niti se precizira ko se smatra ekspertom za računovodstvo i reviziju u pogledu uslova koje treba da ispuni kao ni u pogledu zvanja ili kvalifikacija koje mora posjedovati.**

Komisije EU preporučuje postojanje najmanje tri komiteta u akcionarskim društvima, čijim akcijama se trguje na organizovanom tržištu kapitala:

- komitet za imenovanja,
- komitet za naknade i
- komitet za reviziju.

S obzirom da zakonodavac u Crnoj Gori nije bitnije propisao i regulisao obavezu konstituisanja komiteta ili komisija, a imajući u vidu činjenicu da crnogorska korporativna praksa još uvijek nije dovoljno razvijena i efikasna ne može se očekivati da će ova preporuka evropske Komisije biti veoma brzo implementirana.

## NAKNADE MENADŽMENTU

Potencijalno najznačajni konflikt u domenu korporativnog upravljanja predstavlja agencijski problem, koji se opisuje kao ponašanje menadžmenta koje je suprotno interesima akcionara a koje stvara određene koristi menadžmentu. U teoriji menadžmenta ovaj roblem je poznat kao prvi agencijski roblem. Agencijski problem se u osnovi rešava kroz mehanizam kontrole i motivacije menadžmenta.

Kontrola rada menadžmenta u crnogorskoj korporativnoj praksi ostvaruje se preko odbora direktora koji vrši funkciju nadzora. Nadzor nad kompanijom uključuje interne i eksterne oblike. U segmentu eksterne kontrole poseban značaj se daje eksternoj reviziji, koja treba da obezbijedi dodatni kredibilitet finansijskim izvještajima, putem kojih izvršni menadžeri polažu račune vlasnicima o finansijskoj poziciji, uspješnosti poslovanja, likvidnosti i tokovima gotovine, te promjenama na kapitalu. Pri tom treba imati u vidu činjenicu da revizorski izvještaji pružaju samo razumno uvjeravanje da u granicama sprovedene kontrole, koju su sproveli revizori, nijesu pronađene materijalno značajne pogreške, koje bi upućivale na zaključak da finansijski izvještaji nijesu istiniti i objektivni. Česti skandali vezani za lažno finansijsko izvještavanje, koje su često pokrivali i sami revizori, samo potvrđuje čuvenu definiciju Brende Poreter « da je revizija veliki biznis»<sup>16</sup>. Pored eksterne revizije značajnu ulogu u kontroli procesa i procedura ima i interna revizija .

Motivisanje menadžmenta predstavlja drugi način rešavanja potencijalnog konflikta označenog kao «agencijski problem». Motivacija menadžmenta vezuje se za različite oblike stimulacije menadžera da rade u ime i za račun vlasnika na način koji maksimizira tržišnu vrijednost akcija.

Naknade menadžerima utvrđuje odbor direktora. U slučajevima kada odbor direktora konstituiše komisija za nagrađivanje,ta komisija se može baviti pitanjima vezanim za kompezacije menadžera i zaposlenih u kompaniji.

---

<sup>16</sup> Vidjeti: Mirko Andrić, Branko Krsmanović, Dejan Jakšić: *Revizija – teorija i praksa*, Ekonomski fakultet Subotica, 2009. godina

Naknade koje menadžeri dobijaju za operativno rukovođenje korporacijom mogu se javiti u obliku:

- fiksne nadoknade
- varijabilne nadoknade
  - bonusi
  - akcijske opcije
  - učešća u neto dobitku

Fiksna nadoknada se uglavnom ugovara u manjim korporacijama u kojima je posao kontrole menadžmenta značajno pojednostavnjen i kada vlasnici imaju relativno dobar pristup informacijama u kompaniji. Menadžerske zarade uglavnom sadrže fiksno ugovoreni iznos, koji se uvećava za određenu varijabilu u zavisnosti od stepena ostvarenja zadataka i ispunjenja ciljeva kompanije.

Varijabilne naknade se vezuju za rezultate menadžmenta. One se mogu isplaćivati: u novcu – tada je riječ o bonusima, u akcijama, akcijskim opcijama i učešćem u neto dobitku društva.

Bonusi u novcu i isplata u dividendnim akcijama obično se vezuje za ostvarenje određenih rezultata koji se utvrđuju na bazi određenih pokazatelja (dividendna stopa, stope rentabilnosti, rast tržišne cijene akcija i sl.)

Akcijske opcije daju mogućnost menadžerima da po unaprijed određenoj cijeni kupe određeni iznos akcija u nekom budućem vremenskom periodu. Na ovaj način menadžeri su posebno zainteresovani za ostvarivanje dobrih rezultata, jer tako ostvaruju značajne kapitalne dobitke.

Učešće menadžera i zaposlenih u raspodjeli neto dobitka takođe predstavlja oblik varijabilne naknade, kojom se menadžeri i zaposleni motivišu za ostvarenje što boljih rezultata poslovanja. Ovaj oblik nadoknade omogućava istovremeno zadovoljavanje interesa i vlasnika, menadžera i zaposlenih u kompaniji. Vlasnici kapitala dobrovoljno odustaju od dijela ostvarenog profita nagrađujući njime menadžere i zaposlene u kompanije. U suštini ovo odustajanje od profita indirektno se može smatrati investicijom vlasnika, koji u budućnosti očekuju povećane stope prinosa i na taj način kompeziraju odustajanje od dijela tekućeg profita.

Od svih mehanizama korporativnog upravljanja ovaj segment je najmanje razvijeni i primjenjiv u crnogorskoj korporativnoj praksi. Razlozi za takvo stanje su mnogobrojni. Menadžerske nadoknade su veoma često instrument raznih manipulacija i zloupotreba. Nedovoljno razvijeni mehanizme kontrole i sudske zaštite onemogućavaju adekvatnije rešavanje ovog problema. S obzirom na činjenicu da se kroz korporacije osim ekonomskih prelamaju i određeni politički interesi, veoma su česte situacije da su članovi dobara direktora u kompanijama u kojima je kontrolno ili većinsko učešće države predstavnici političkih partija, a ne lica koja posjeduju sposobnosti i kvalitete. Nije teško dokazati hipotezu da se u takvim uslovima oni najčešće ponašaju na način da prvenstveno zadovoljavaju svoje lične interese. Iz tog razloga su poslednjih godina korporativnu praksu u Crnoj Gori obilježili brojni skandali vezani za neprimjereno visoke isplate nadoknada i otpremnina neizvršnim i izvršnim direktorima crnogorskih kompanija.

Nadoknade, koje su neprimjerene rezultatima poslovanja i menadžerska pohlepa, nisu karakteristika samo zemalja u tranziciji, kao što je Crna Gora, već i visokorazvijenih zemalja sa veoma razvijenim korporativnim upravljanjem. Kao ilustrativan primjer navodi se isplata više od 70 milijardi \$ menadžerima američkih banaka, koje je novcem poreskih obveznika od oko 700 milijardi \$ država spašavala od bankrotstva. Ova državna pomoć za sanaciju banaka odobrena pod uslovom da bankarskim menadžerima ne budu isplaćivani bonusi za njihov rad u protekloj godini.

Među bankama koje isplaćuju visoke nagrade i bonuse menadžerima, nalaze brojne američke banke, koje su poslednjih godine zbog finansijske krize pretrpele ogromne gubitke: Meril Linč, Morgan Stenli, Lemman braders, Goldman Saksa, Sitigrupa itd.

Najviše kritika upućeno je na račun Dika Fulda, bivšeg šefa „Lemman bradersa“, nekada četvrte najveće investicione banke u SAD, koja je sredinom septembra 2009. godine podnijela zahtev za stečaj. Njemu je, isplaćeno 485 miliona dolara plate i bonusa za razdoblje od 2000. do 2007. godine. Predsjedniku odbora direktora „Meril Linča“ banke, Sten O'Nil isplaćene su nagrade i bonusi u iznosu od 161 milion \$ nakon što je otišao u penziju, a kasnije je objavljeno da je ta banka izgubila osam milijardi dolara. Šef „Sitigrupa“ Čak Prins isplaćeno je 38 miliona dolara otpremnine u bonusima i akcijama iako je banka ostvarila gubitak od više milijardi dolara.<sup>17</sup> Menadžerima 25 najvećih banaka na Wall Streety je u 2010. godini isplaćeno 135,5 milijardi \$ nagrada i bonusa i pored lošig rezultata koje su ostvarile.<sup>18</sup>

## KONCENTRACIJA VLASNIŠTVA

Koncentracija vlasništva u privrednim društvima determiniše podjelu moći i kontrole između vlasnika i menadžera. Primjena određenog modela korporativnog upravljanja u velikoj mjeri zavisi od toga da li je vlasništvo disperzovano ili koncentrisano.

Disperzovano vlasništvo je karakteristično za korporacije u SAD, Velikoj Britaniji i zemljama tzv. anglosaksonskog prava. Disperzovano vlasništvo omogućava lakše sticanje i gubljenje kontrolne moći u kompanijama, što veom podsticajno djeluje na razvoj tržišta kapitala.

Koncentracija vlasništva u rukama jednog ili više kontrolnih učesnika omogućava konsolidaciju vlasništva. Na taj način kontrolni vlasnicima ostvaruju dominantnu upravljačku i kontrolnu funkciju. Visok nivo koncentracije vlasništva predstavlja osnovno obilježje evropskog (kontinentalnog) tipa korporacije i karakterističan je za dvodomne modele korporativnog upravljanja.

Već je rečeno da korporacije u Crnoj Gori karakteriše visok stepen koncentracije vlasništva. Iz toga bi se moglo zaključiti da bi za Crnu Goru bio primjereni dvodomni model korporativnog upravljanja.

---

<sup>17</sup> <http://www.mondopress.com/cluster/bankarima-isplaceni-najveci-bonusi-u-povijesti-c826f7d99br/>

<sup>18</sup> <http://www.danas.net.hr&novac/page/2011/02/03/0485006.html>

Privatizacija je najvažniji proces koji je determinisao vlasničku strukturu u crnogorskim kompanijama. Privatizacija je u Crnoj Gori dala značajnije efekte tek nakon 2000. godine. Snažan dinamički podsticaj koji je uticao na vlasničku strukturu je masovna vaučerska privatizacija, koja je sprovedena 2002. godine. Nakon masovne vaučerske privatizacije u periodu od 2002. do 2007. godine smanjeno je vlasničko učešće države i državnih fondova a povećano učešće domaćih i stranih investitora. Domaći i strani investitori su u 2007. godini u prosjeku kontrolisali 36 % kapitala.<sup>19</sup>Trend koncentracije vlasništva u Crnoj Gori se nastavlja. Za rezliku od evropskih korporacija gdje jedan kontrolni učesnik po pravilu ne prelazi više od 55 % učešća u kapitalu, kontrolni vlasnici u Crnoj Gori uglavnom nastoje da koncentrišu pod svojom kontrolom više od 67 % kpitala. Preuzimanjem 2/3 vlasništva od strane jednog kontrolnog učesnika akcionarsko društvo postepeno gubi svoja osnovna svojstva i počinje da liči na društvo lica – interpersonalno društvo.

Nedovoljna podvojenost vlasništva od upravljačke funkcije predstavlja još jedan od paradoksa korporativnog upravljanja u Crnoj Gori. Kontrolni vlasnici u akcionarskim društvima najčešće ne žele da delegiraju funkciju upravljanja i rukovođenja. U većini slučajeva većinski vlasnici nemaju dovoljno menadžerskih sposobnosti i kompetencija za efikasno vođenje velikih kompanija. Upravljanje velikim sistemima i kompanijama uglavnom traži šira i specijalistička znanja od onih koja se traže za inokosna društva ili za mala i srenja preduzeća. Veoma je čest slučaj da je mentalni sklop i način razmišljanja većinskog vlasnika vezan za način sticanja njegove imovine. U tom slučaju logika razmišljanja je sledeća: ja ne vjerujem nikom, svi hoće da me prevare i otmu moju imovinu, jer ja najbolje znam kako sam je stekao. Zato je najbolje da sam upravljam kompanijom i na strateškom i na operativnom planu jer ću na taj način najbolje zaštititi svoju imovinu „koju sam stekao velikom mukom“.

Pretjerana koncentracija vlasništva u akcionarskim društvima u Crnoj Gori može biti ograničavajući faktor razvoja iz više razloga. Sa jedne strane može značajno utioci na stvaranje monopolske moći, koja bi ugrozila djelovanje mehanizama slobodnog tržišta i onemogućila zdrave efekte konkurencije. Sa druge strane može dovesti do stagnacije i urušavanja tržišta kapitala, čime se umanjuju razvojne mogućnost kompanija u pogledu pribavljanja izvora finansiranja. Takođe, u takvim uslovima može doći do smanjenja transparentnosti poslovanja prije svega u domenu finansijskog izvještavanja i smanjenja efikasnosti korporativnog upravljanja. Pošto akcionarska društva ostavruju i veoma važnu društvenu (javnu) ulogu, ovakvi pocesi mogu ugroziti i sistemsku stabilnost.

## KORPORATIVNO IZVJEŠTAVANJE

Korporativno izvještavanje je širi pojam od finansijskog izvještavanja, jer obuhvata sve informacije relevantne za poslovanje korporacije a koje ne moraju biti isključivo finansijske prirode.

Osnovni elementi korporativnog izvještavanja su finansijski izvještaji. Pored obaveznog finansijskog izvještavanja, mnoge korporacije dobrovoljno objavljuju i dodatne informacije o svom poslovanju u cilju lakšeg prikupljanja dodatnog kapitala, smanjivanja troškova finansiranja ili povećanja utrživosti svojih akcija. Korporativno izvještavanje obuhvata finansijsko izvještavanje ali i dodatna objelodanjivanja bilo da su predviđena zakonom ili na dobrovoljnoj osnovi.

---

<sup>19</sup> Janez Prašnikar, Matjaž Koman, Ljubica Knežević: *Efekti privatizacije u Crnoj Gori*, projekat Analiza Efekata privatizacije u Crnoj Gori, Ekonomski fakultet Podgorica, 2008. godina, str. 12



Slika br 2: Struktura korporativnog izvještavanja u Crnoj Gori

FINANSIJSKO ZVJEŠTAVANJE	
<p style="text-align: center;"><b>Obavezna objelodanjivanja:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Godišnji i konsolidovani izvještaj menadžmenta</li> <li>• Nefinansijski izvještaj</li> <li>• Izjava o primjeni kodeksa korporativnog upravljanja</li> <li>• Izvještaj o plaćanju naknade državi i jedinici lokalne samouprave konsolidovani izvještaj o plaćanju naknade</li> <li>• Kvartalni finansijski izvještaji</li> <li>• Izvještaji nezavisnog revozora</li> <li>• Objavljivanje informacija o vlasništvu iznad određenog praga vlasništva</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Dobrovoljna objelodanjivanja</b></p>

Zakonom o računovodstvu<sup>20</sup> sve kompanije u Crne Gore su dužne da pripremaju svoje finansijske izvještaje prema Međunarodnim računovodstvenim standardima i Međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja sa svim (objašnjenjima i budućim) izmjenama. Zakon o računovodstvu i Zakon o privrednim društvima u potpunosti uređuju problematiku vezanu sa sastavljanje, objelodanjivanje i reviziju finansijskih izvještaja privrednih društava.<sup>21</sup>

Finansijski izvještaji se dostavljaju u pisanoj i elektronskoj formi Poreskoj upravi Crne Gore najkasnije do 31. marta tekuće za prethodnu godinu. Poreska uprava ima obavezu da finansijske izvještaje učini javnim objavljivanjem na svom veb sajtu i ova aktivnost se realizuje od 2014. godine.

Analitičku obradu finansijskih izvještaja obavlja Centralne banke Crne Gore na bazi sporazuma koji je postojao najprije sa Centralnim registrom Privrednog suda a zatim sa Poreskom upravom. Rezultati obrade finansijskih izvještaja koriste se za statističke potrebe i makroekonomske projekcije, ali ne mogu biti korišćeni u komercijalne svrhe. Značajno ograničenje tržišta kapitala i korporativnog upravljanja u Crnoj Gori je ne postojanje specijalizovanih agencije i institucija, koje se bave rejtingovanjem i bonitetnim analizama.

<sup>20</sup> Zakon o računovodstvu, Službeni list Crne Gore, br. 52/16 od 09.08.2016. godine

<sup>21</sup> Zakon o reviziji još nije usvojen od strane Skupštine Crne Gore

Akcionarska društva u Crnoj Gori, čijim se akcijama trguje na organizovanom tržištu kapitala, imaju obavezu sastavljanja i objavljivanja kvartalnih finansijskih izvještaja. Kvartalni finansijski izvještaji se dostavljaju Komisiji za hartije od vrijednosti koja ih objavljuje na svom sajtu. I pored toga što sastavljanje i objavljivanje kvartalnih izvještaja predstavlja zakonsku obavezu u praksi se veoma često ova obaveza zanemaruje. Komisija za hartije od vrijednosti na svom sajtu objavljuje samo sažetu formu bilansa stanja i bilansa uspjeha što faktički fundamentalnu analizu čini gotovo nemogućom. Iz tog razloga, stiče utisak da se ovdje samo zadovoljava forma bez suštinske želje da se na taj način unaprijede standardi korporativnog upravljanja.

U Crnoj Gori postoji zakonska obaveza objelodanjivanja sticanja ili gubitka kontrolnog učešća u kapitalu akcionarskog društva. Zakonom o hartijama od vrijednosti propisuje obavezu da u svakom slučaju kada fizička ili pravna lica steknu ili izgube glasačkog prava, koja postanu veće ili padnu ispod 10%, 20%, 33%, ili 50% o tome se mora obavijesti Centralna depozitarna agencija. Centralna depozitarna agencija o tome obavještava emitenta i KHOV u roku od 7 dana od dana sticanja ili gubitka vlasničkih prava. Pošto ne postoji obaveza obavještavanja javnosti o sticanju ili gubitku glasačkih prava, sa pravom se postavlja pitanje da li i ova aktivnost predstavlja samo puko ispunjavanje forme?

Dodatna objelodanjivanja koja se odnose na objavljivanje informacije o članovima odbora direktora i glavnim izvršnim direktorima, njihovim zaradama, o transakcijama sa povezanim pravnim licima i slično još uvijek ne predstavljaju standardno usvojenu praksu korporacija u Crnoj Gori.

Novi zakon o računovodstvu imao je za cilj da obezbijedi usaglašavanje i harmonizaciju sa računovodstvenom regulativom Evropske unije. U skladu sa preporukama evropskih direktiva, zakonom se za velika pravna lica, srednja pravna lica i matična pravna lica, kao i za pravna lica koje emituje HOV kojima se trguje na berzi propisuje i obaveza sastavljanja godišnjeg izvještaja menadžmenta i konsolidovanog izvještaja menadžmenta (kada su u pitanju povezana pravna lica). Navedeni izvještaji se dostavljaju Poreskoj upravi u pisanoj i elektronskoj formi i zajedno sa finansijskim iskazima moraju se objeljavati na internet stranici Poreske uprave. Izvještaj menadžmenta morao bi da sadrži informacije:

- kratak opis poslovnih aktivnosti i organizacionu strukturu
- istinit prikaz analize, finansijskog položaja i rezultata poslovanja pravnog lica, uključujući finansijske i nefinansijske pokazatelje i informacije o članovima upravnih i nadzornih tijela
- ulaganja u zaštitu životne sredine
- planirani razvoj
- ulaganja u istraživanje i razvoj, posebno u obrazovanje zaposlenih
- podatke o otkupu sopstvenih akcija, odnosno udjela
- postojanje poslovnih jedinica

- podatke o finansijskim nstrumentima koji se koriste (ako su značajni za bilans stanja i bilans uspjeha)
- o ciljevima i metodama upravljanja finansijskim rizikom, uključujući politiku izbjegavanja ili smanjenja gubitaka za svaku vrstu transakcije za koju se koristi zaštita od rizika.
- o izloženosti pravnog lica rizicima promjene cijena, kreditnim rizicima, rizicima likvidnosti i rizicima cashe flowa
- o ciljevima i politikama upravljanja finansijskim rizicima<sup>22</sup>

Novi zakon o računovodstvu uvodi i obavezu objavljivanja informacija iz kojih se može sagledati razvoj, poslovni rezultati i položaj pravnog lica sa učincima njegovih aktivnosti koje se odnose na socijalna i kadrovska pitanja, zaštitu životne sredine, poštovanje ljudskih prava, borbu protiv korupcije i sl. Ova obaveza odnosi se na velika pravna lica i matična pravna lica koja zapošljavaju preko 500 radnika u poslovnoj godini za koju se vrši izvještavanje.

Takođe, subjekti od javnog interesa dužni su da u izvještaj menadžmenta posebno uključe informacije o tome: „koje kodekse korporativnog upravljanja je pravno lice dužno da primjenjuje, koje kodekse primjenjuje na dobrovoljnoj osnovi, izjavu o odstupanju od primjene obaveznog ili dobrovoljno prihvaćenog kodeksa korporativnog upravljanja sa navođenjem djelova kodeksa korporativnog upravljanja od kojih odstupa sa razlozima za odstupanje, glavnih elemenata sistema unutrašnje kontrole pravnog lica i upravljanja rizikom u odnosu na postupak finansijskog izvještavanja, podatke o značajnim direktnim i indirektnim vlasnicima akcija pravnog lica, uključujući indirektno posjedovanje akcija u piramidalnim strukturama i uzajamnim udjelima, vlasnicima hartija od vrijednosti s posebnim pravima kontrole i opisom tih prava, ograničenjima prava glasa (ograničenja prava glasa na određeni procenat, broj glasova, periode ograničenja ostvarenja prava glasa) ili ako su u saradnji s pravnim licem finansijska prava iz hartija od vrijednosti odvojena od njihovog posjedovanja, pravila imenovanja i opoziva članova uprave, odnosno izvršnih direktora, nadzornog, ili upravnog odbora i statutom izvršenim promjenama ovlaštenja članova uprave, izvršnih direktora, nadzornog ili upravnog odbora, naročito u pogledu emitovanja akcija pravnog lica ili sticanja sopstvenih akcija i podatke o sastavu i radu izvršnih, upravljačkih i nadzornih tijela i njihovih odbora.”<sup>23</sup>

## **EKSTERNI MEHANIZMI KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U CRNOJ GORI**

Eksterne mehanizme korporativnog pravljanja ine:

- preuzimanje kompanija i tržište za korporativnu kontrolu;
- zaštita prava manjinskih akcionara;
- zakonska i normativna regulativa
- konkurencija i kompetitivnost

Eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja su još uvijek nedovoljno razvijeni u Crnoj Gori. Iz tog razloga posveti emo im manju pažnju.

<sup>22</sup> Član 11 Zakona o računovodstvu

<sup>23</sup> Član 14 Zakona o računovodstvu

## TRŽIŠTE ZA KORPORATIVNU KONTROLU

Akcionarska društva u Crnoj Gori karakteriše koncentrovano vlasništvo koje onemogućava lako i jednostavno preuzimanje korporativne kontrole. Koncentracija kapitala u rukama jednog kontrolnog vlasnika ini gotovo nemogući omogućnost neprijateljskog preuzimalja.

Pitanja vezana za preuzimanje akcionarskih društava regulisana su Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava koji još uvijek nije obezbijedio zadovoljavajuću primjenu.

Ujednodomnom modelu korporativnog upravljanja mogućnost neprijateljskog preuzimanja predstavlja skoro najvažniji mehanizam kontrole menadžmenta. Naime, ukoliko akcionar nije zadovoljan radom menadžmenta ili procjenjuje da menadžment radi više u svom interesu nego u interesu akcionara, jednostavno može prodati svoje akcije na berzi. S obzirom na činjenicu da je vlasništvo u ovom modelu disperzovano, po pravilu je dovoljno da investitor kupi na berzi 10 % akcija i na taj način stekne kontrolu nad kompanijom. U takvim slučajevima novi vlasnik najčešće mijenja stari menadžment i angažuje nove agente. Strah od gubitka ugovora tjera menadžere da rade u cilju maksimiziranja vrijednosti akcionara.

Mogućnosti neprijateljskog preuzimanja u uslovima koncentracije kapitala su više nego ograničene te se od ovog mehanizma korporativnog upravljanja u Crnoj Gori ne mogu očekivati značajniji rezultati u unapređivanju efikasnosti korporativnog upravljanja.

## ZAŠTITA PRAVA MANJINSKIH AKCIONARA

Zaštita prava manjinskih akcionara je važan mehanizam korporativnog upravljanja koji je u posljednje vrijeme značajno unaprijeđen u Crnoj Gori.

Zakonodavni i normativni okvir obezbjeđuje relativno dobru zaštitu interesa manjinskih akcionara primjerenu praksi razvijenih zemalja Evropske unije. Zaštita interesa manjinskih akcionara ogleda se u mogućnosti:

- Da iznesu neslaganje sa odlukama većinskog vlasnika i podnesu tužbu nadležnom sudu radi zaštite svojih prava
- Dobijanja svih relevantnih informacija vezanih za poslovanje društva prije svega finansijskih izvještaja, izvještaja revizora, izvještaja o poslovanju
- Pravo da predlože člana odbora direktora ako posjeduju 5% akcijskog kapitala
- Pravo da traže dodatnu reviziju pod uslovom da posjeduju najmanje 5% akcijskog kapitala
- Kumulativno glasanje za članove odbora direktora

Zaštita prava manjinskih akcionara je značajno unaprijeđena prihvatanjem OECD-ovog principa „jedna akcija jedan glas“. Istovremeno dodatno su regulisana i pojašnjena pitanja vezana za davanje punomoćja za glasanje na skupštini akcionara čime su eliminisane mogućnosti zloupotreba i pogrešnih tumačenja.

Sistemski posmatrano reklo bi se da su prava manjinskih akcionara relativno dobro zaštićeno. Ipak, mogli bi se našaliti citirajući našeg poznatog ropera Milića Vukašinića: „ teoretski ..dobro zvuči, malčice je drukčije u praksi“.

## ZAKONODAVNI I REGULATORNI OKVIR

Zakonodavni okvir korporativnog upravljanja u Crnoj gori utemeljen je sa nekoliko sistemski važnih zakona. To su prije svega:

- Zakon o privrednim društvima
- Zakon o računovodstvu
- Zakon o hartijama od vrijednosti);
- Zakon o preuzimanju akcionarskih društava
- Zakon o privatizaciji privrede);

Zakonom o privrednim društvima u Crnoj Gori formalno je započeo proces samostalnog stvaranja i razvoja kompanijskog prava, a samim tim i pravnog okvira korporativnog upravljanja u Crnoj Gori. Ovim zakonom u potpunosti je prihvaćen anglosaksonski (jednodomni, *one-tier*) sistem korporativnog upravljanja sa jednim odborom, kojeg bira skupština akcionarskog društva, a kontrolu nad radom menadžmenta vrše nezavisni revizor kojeg imenuje skupština društva, interni revizor i odbor za reviziju (u velikim korporacijama i bankama), što je bio potpuni zaokret u odnosu na dotadašnju praksu koja je poznavala „dvodomni“ ili njemački model korporativnog upravljanja

Posebno važne promjene koju donosi ZOPD u odnosu na Zakon o preduzećima su ukidanje postojanja nadzornih odbora i obavezne participacija radnika u organima upravljanja.

lizmjenama i dopunama zakona o privrednim društvima (2007, 2010 I 2011. godine) u značajnoj mjeri je unaprijeđen institut korporativnog upravljanja u Crnoj Gori. Ovim pravnim aktom usklađuje se pravni okvir korporativnog upravljanja sa tendencijama razvoja ove oblasti na globalnom nivou, a posebno na nivou Evropske unije. U toku su aktivnosti na donošenju novog zakona o privrednim društvima koji bi trebalo da bude u potpunosti usklađen sa kompanijskim pravom EU:

Praktična implementacija ZOPD potvrdila je sumnje brojnih oponenta ovog zakona, da je veliki broj pitanja u ovoj oblasti ostao neusaglašen sa međunarodnim standardima, ali i sa postojećim

zakonodavstvom i da postoji značajan broj nejasnih odredbi i nedorečenosti, koje je bilo neophodno u što kraćem vremenskom periodu promijeniti.

**Kao osnovni nedostatak postojećeg ZOPD u Crnoj Gori u pogledu njegove primjene navodi se nepostojanje instituta sudske prakse. Zakonska regulativa u Crnoj Gori u velikoj mjeri prelazi na tzv. anglosaksonsko pravo koje uglavnom podrazumijeva postojanje tzv. precedentnog prava. Sa druge strane naslijeđena pravna regulativa, kao i cjelokupan sistem društvenih i pravnih normi u proteklom periodu zasnivao se na primjeni kontinentalnog prava, prije svega germanskog prava. U takvom ambijentu, napuštanje pravnog okvira, koji je prestpostavljao veoma precizno regulisanje pravnog života brojnim zakonskim normirama, i njegova zamjena takozvanim opštim normama i principima kao i precedentnim pravom, morala je biti praćena razvojem institucija sistema i poromjenom kompletne korporativne prakse i filozofije.**

Nizak nivo kvaliteta računovodstva i revizije u Crnoj Gori takođe je ograničavajući faktor sa apekta primjene ZOPD u Crnoj Gori. Odgovornost za ovakvo stanje ima u značajnoj mjeri profesionalna asocijacija ali i država jer je izostala kontrole i posebno kroz stav zakonodavca da se dozvoljava amaterski pristup računovodstvenoj profesiji u Crnoj Gori.

Da bi se obezbijedio značajniji kvalitet u pogledu primjene kompletnog kompanijskog prava u Crnoj Gori, potrebno je učiniti i određene sistemske promjene ne samo u sferi zakonodavstva već i u svim oblastima društvenog i ekonomskog života. U protivnom važeće maksima „evropski zakoni balkanska primjena“

Novi zakon o računovodstvu stvorio je mogućnost da se računovodstvom bave i lica koja su amateri, odnosno ne pripadaju računovodstvenoj profesiji što će dodatno uticati na ograničavanje efekata korporativnog upravljanja u Crnoj Gori. Posebno ograničenje u sistemu korporativnog upravljanja u Crnoj Gori imaju sistemski zakoni kojima se regulišu zarade u javnom sektoru i javne nabavke, kao i određen broj uredbi i propisa, kojima je izvršena deprofesionalizacija odbora direktora i definisane visine naknada članovima odbora direktora i izvršnim direktorima u privrednim društvima u kojima je država većinski ili značajan učesnik. Mišljenja smo da navedena zakonska rešenja nijesu mogla tretirati problematiku vezanu za poslovanje privrednih društava i mehanizme korporativnog upravljanja, te da će u budućem periodu dovesti do značajnijih problema u radu privrednih društava u kojima je država značajan ili većinski vlasnik. Primjera radi, zakon o javnim nabavkama obavezuje privredno društvo u kom je država preko 50% vlasnik akcijskog kapitala ili se jednim dijelom finansiraju iz budžeta ili obavljaju djelatnost od javnog interesa, da u postupku nabavljanja roba i usluga moraju primjenjivati ovaj Zakon. Prema tumačenju zakonodavca ovaj zakon se mora primjenjivati i pri izboru nezavisnog revizora čime se zadire u nadležnosti skupštine akcionara i prava manjinskih akcionara koji posjeduju kvalifikovanu većinu. Zakon o zaradama zaposlenih u javnom sektoru pokušava urediti i politiku naknada članovima upravi i zaposlenim u privrednim društvima na način kako se to uređuje za državne službenike i namještenike. **Reklo bi se nit većeg prava nit veće nepravde.**

## KONKURENTSKI USLOVI I ANALIZA FINANSIJSKOG POLOŽAJA CRNOGORSKE PRIVREDE

Postojanje slobodnog tržišta i zdrava konkurencija predstavljaju preduslov uspostavljanja efikasnog sistema korporativnog upravljanja. Dobri tržišni uslovi omogućavaju opstanak korporacijama. Samo korporacije koje imaju dobru konkurensku sposobnost će opstati u uslovima stalnih promjena. Opstanak preduzeća zavisi prije svega od njihovog rasta i razvoja. Ukoliko izostanu rast i razvoj kompanije dovodi se u pitanje njen opstanak. Rast i razvoj preduzeća obezbjeđuje se po pravili pribavljanjem izvora finansiranja. Mogućnosti pribavljanja izvora finansiranja determinisane su finansijskim položajem i finansijskim ugledom preduzeća.

Efikasnost mehanizama korporativnog upravljanja može se pratiti i kroz sistemsku analizu finansijskog položaja crnogorske privrede. Ova analiza urađena je tradicionalnom metodom prof. Jovana Rodića i zasnovana je prvenstveno na analizi finansijske ravnoteže i analizi zaduženosti. Analiza je izvedena na bazi zbirnih bilansa stanja i bilansa uspjeha za period od 2012. godine do 2015. godine.

Prema podacima dobijenim iz Poreske uprave u registru privrednih subjekata bilo je evicentirano u 2015. godini više od 45 hiljada obveznika. Pregled subjekata po organizacionoj formi i poslovnom statusu dat je sledećom tabelom:<sup>24</sup>

Tabela br. 1: Struktura privrednih subjekata po obliku organizovanja i trenutnom statusu

Oblik organizovanja	Aktivni	U ste aju	Obrisani	Likvidirani	Ukupno
<b>AKCIONARSKO DRUŠTVO</b>	268	45	167	24	504
<b>DIO STRANOG DRUŠTVA</b>	471	0	227	0	698
<b>DRUŠTVO SA OGRANI ENOM ODGOVORNOŠ U</b>	31.730	275	4.663	4.667	41.335
<b>INVESTICIONI FONDOVI</b>	8	0	0	0	8
<b>KOMANDITNO DRUŠTVO</b>	56	2	13	4	75
<b>NEVLADINA ORGANIZACIJA</b>	298	0	115	2	415
<b>ORTA KO DRUŠTVO</b>	384	2	475	0	861
<b>OSTALI OBLICI OBAVLJANJA PRIVREDNE DJELATNOSTI</b>	25	0	5	0	30
<b>USTANOVA</b>	1.161	1	133	90	1.385
<b>ZADRUGA</b>	111	3	14	10	138
<b>UKUPNO:</b>	<b>34.512</b>	<b>328</b>	<b>5.812</b>	<b>4.797</b>	<b>45.449</b>

Analiza finansijske ravnoteže je najvažnija karika u analizi finansijskog položaja crnogorske privrede. Ona je direktno povezana sa načelom stabilnosti finansijske politike i zlatnim bilansnim pravilom u širem smislu, a kroz postojanje ili nepostojanje finansijske ravnoteže, cijeni se kvalitet finansijskog upravljanja,

<sup>24</sup> Obveznici podnošenja finansijskih iskaza za 2014.godinu: 32.950 poreskih obveznika. Finansijske iskaze nije podnijelo: 14.353 poreskih obveznika. Aktivni poreski obveznici koji nisu predali finansijske iskaze: 3.038 poreskih obveznika. Priljeni finansijski iskazi za 2014.godinu: 19.739 .

posebno u domenu usklađivanja rokova između raspoloživosti izvora finansiranja i rokova vezivanja ili imobilizacije sredstava.

Dugoročna finansijska ravnoteža postoji, ako su dugoročno vezana sredstva u potpunosti jednaka kvalitetnim izvorima finansiranja (sopstveni kapital i dugoročni dug).

Ako su dugoročno vezana sredstva manja od kvalitetnih izvora finansiranja, tada je u oblasti dugoročnog finansiranja stvorena sigurnost za održavanje likvidnosti na dugi rok. Ukoliko se u takvim uslovima obezbijedi jednakost između rokova unovčivosti kratkoročno vezanih sredstava i rokova raspoloživosti kratkoročnih izvora finansiranja, tada bi ova razlika između kvalitetnih izvora i dugoročno vezanih sredstava predstavljala likvidnu rezervu koja bi omogućila permanentnu likvidnost.

Ocjena **kratkoročne finansijske ravnoteže** vrši se upoređivanjem obrtnih sredstava bez stalnih zaliha na strani aktive i kratkoročnih izvora na strani pasive bilansa stanja, odnosno stavljanjem u odnos likvidnih i kratkoročnih sredstava sa jedne strane i kratkoročnih obaveza sa druge strane. Ovaj racio je u teoriji poznata kao rigorozni racio racio likvidnosti (acid ratio). Kratkoročna finansijska ravnoteža postoji ako je rigorozni racio likvidnosti jednak jedinici.

Praksa finansijskog upravljanja pokazala je da kontrola kratkoročne finansijske ravnoteže predstavlja kontrolu tekuće likvidnosti, dok kontrola dugoročne ravnoteže predstavlja kontrolu uslova za održavanje likvidnosti.

Finansijska ravnoteža postoji ako su sredstva po obimu i rokovima vezivanja (neunovčivosti) jednaka obimu i vremenu raspoloživosti izvora finansiranja. S obzirom da se kod analize finansijske ravnoteže privrednih društava u Crnoj Gori posmatra jednakost sredstava i izvora finansiranja, sasvim je jasno da je zbirni bilans stanja osnovni dokument ove analize. Analiza finansijske ravnoteže za posmatrani period data je sledećom tabelom:

**Tabela br. 2: Analiza dugoročne finansijske ravnoteže**

godina	ukupna aktiva	DVS	KLIF	KFS	razlika	KDFR
2015	16,310,848,041	10,989,548,809	10,813,830,218	1.02	-175,718,591	0.98
2014	15,815,141,083	10,772,038,439	10,557,252,526	1.02	-214,785,913	0.98
2013	15,146,673,780	10,405,898,264	10,634,917,064	0.98	229,018,800	1.02
2012	14,905,838,210	10,438,086,521	10,279,818,419	1.02	-158,268,102	0.98

Gdje su:

DVS – dugoročno vezana sredstva

KLIF – kvalitetni izvori finansiranja (sopstveni kapital i dugoročne obaveze)

KFS- koeficijent finansijske stabilnosti

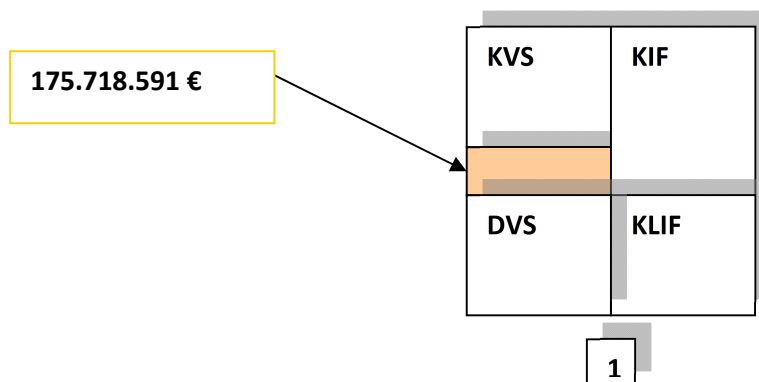
KDFR – koeficijent dugoročne finansijske ravnoteže



Iz navedene tabele može se zaključiti da ne postoji ravnoteža kako u oblasti dugoročnog tako ni u oblasti kratkoročnog finansiranja. (izuzev u 2013. godini, kada se sa aspekta finansijske ravnoteže finansijski položaj može ocijeniti kao dobar).

Dugoročno vezana sredstva crnogorskih preduzeća su u 2015. godini bila veća od kvalitetnih izvora finansiranja za 175.718.591€, što znači da je dugoročno vezana aktiva u navedenom iznosu bila finansirana kratkoročnim izvorima u ovom iznosu – slika br. 3:

**Slika br. 3: Kratkoročna i dugoročna ravnoteža crnogorske privrede u 2015. godini**



Ne postojanje ravnoteže u oblasti kratkoročnog i dugoročnog finansiranja upućuje na zaključak da će i budućem periodu crnogorska privreda biti suočena sa dva osnovna problema:

- Problemom nelikvidnosti
- Problemom finansiranja

Problem nelikvidnosti predstavlja centralni problem crnogorske privrede. U suštini problem nelikvidnosti nije samo rezultat finansijskih neprilika izazvanih globalnom tržišnom dekonjunkturuom, već i rezultat lošeg finansijskog upravljanja na mikro nivo. Nedovoljnost tržišnih i zakonskih mjera za slučaj nelikvidnosti, istakli su u prvi plan politiku improvizovane likvidnosti, kao najpoželjniju praksu finansijskog menadžmenta kompanija u Crnoj Gori. Politika improvizovane likvidnosti najjednostavnije se izražava stavom da se obaveze izmiruju onda kada ima novčanih sredstava. Politika improvizovane likvidnosti upućuje i na zaključak da se finansijsko upravljanje u crnogorskim kompanijama sprovodi bez primjene adekvatnih finansijskih strategija i taktika. Sasvim je očigledno da finansijski menadžeri u Crnoj Gori zanemaruju potrebu finansijskog planiranja. Istovremeno zanemarivanje osnovnih načela i pravila finansiranja je rezultiralo značajnim poremećajem u finansijske ravnoteže. Laka mogućnost zaduživanja preduzeća u Crnoj Gori, prvenstveno kroz korišćenje bankarskih kredita, kao i povoljna konjunktura na finansijskom tržištu sve do eskalacije globalne finansijske krize, dodatno su uticali na pogrešno vođenje finansijske politike i zanemarivanje prije svega načela likvidnosti i opreznosti, kao i načela finansijske stabilnosti.

Likvidnost crnogorskih preduzeća za period 2012. – 2015. godina analizirana je mjerenjem koeficijenata opšte, rigorozne i momentalne likvidnosti.

Pregled vrijednosti pokazatelja likvidnosti data je sledećom tabelom:

**Tabela br. 3: Analiza laikvidnosti crnogorske privrede**

Godina	Pokazatelj opšte likvidnosti	Pokazatelj rigorozne likvidnosti	Pokazatelj momentalne likvidnosti
2015	1.077	0.744	0.140
2014	1.078	0.718	0.122
2013	1.107	0.741	0.120
2012	1.073	0.738	0.140

Pokazatelj opšte likvidnosti je za sve tri godine manji od 2 što znači da nije ispoštovano pravilo finansiranja „2:1“.

Pokazatelji rigorozne i momentalne likvidnosti su ispod referentne vrijednosti što znači da nije zadovoljeno pravilo finansiranja „1:1“.

Na osnovu analize pokazatelja likvidnosti po završnim računima izvodi se zaključak da je u periodu od 2012. do 2015. godine crnogorska privreda imala probleme sa likvidnošću.

Nelikvidnost predstavlja dominantan problem crnogorske privrede i u 2016. godini, polazeći od podataka Centralne banke Crne Gore o broju blokiranih privrednih subjekata koji je iznosio 15.311 na dan 30.09.2016. godine.

Uspješnost poslovanja crnogorske privrede u periodu od 2012. do 2015. godine predstavljena je sledećom tabelom:

**Tabela br. 4: Rezultat poslovanja crnogorske privrede**

Godina	Neto rezultat
2015	-168,563,533
2014	-127,606,393
2013	-137,452,316
2012	-82,839,633

U periodu od 2012. do 2015. godine crnogorska privreda ostvaruje neto gubitke koji su u 2015. godini iznosili 168,5 miliona eura. Uočljivo je da se uspješnost poslovanja crnogorske privrede značajno pogoršava što može biti značajno ograničenje ekonomskog rasta u narednom periodu.

## Zaključak

Korporativno upravljanje je sredstvo za ostvarivanje poslovnih ciljeva kompanije a ne samo po sebi cilj. Interni i eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja doprinose direktnom ili indirektnom ostvarivanju ciljeva povećanjem efikasnosti upravljanja i kontrole i rešavanjem potencijalnih agencijskih problema koji postoje na relaciji: menadžeri – akcinari, većinski akcionari – manjinski akcionari, menadžeri – povjerioci, kupci, dobavljači, investitori itd.

Interni mehanizmi korporativnog upravljanja znatno su razvijeniji u odnosu na eksterne mehanizme korporativnog upravljanja.

Korporativno upravljanje u Crnoj Gori karakteriše jednodomni model u kom se kontrolna i upravljačka funkcija realizuje preko jedinstvenog odbora direktora. Sa druge strane crnogorske kompanije karakteriše: koncentrovano vlasništvo, slabija zaštita manjinskih akcionara, nedovoljno razvijeno i likvidno tržište kapitala, odsustvo sudske prakse, bankocentričan finansijski sistem što je osnovna odlika dvodomnog modela korporativnog upravljanja. Iz navedenog bi se moglo zaključiti da je korporativno upravljanje u Crnoj Gori «rođeno sa sistemskom greškom».

Dalji razvoj pravnog okvira korporativnog upravljanja U Crnoj Gori trebao bi da obezbijedi: izradu nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja, efikasnije sprovođenje zaštite akcionarskih prava, posebno prava manjinskih akcionara kroz stvaranje uslova za adekvatnu sudsku zaštitu i efikasniju primjenu akcionarskih tužbi i unapređeni transparentnost poslovanja kroz propisivanje obaveze obavještanja javnosti o rezultatima poslovanja, uređenja sadržine, načina i forme obavještanja javnosti i eventualnih sankcija u slučaju propuštanja ove obaveze

Istovremeno mora se obezbijediti uspostavljanje pravne države i raditi na jačanju institucionalnih kapaciteta kako bi se stvorili sistemski uslovi za unapređenje korporativnog upravljanja u Crnoj Gori.

Analiza zakonodavnog i sistemskog okruženja upućuje na zaključak da se permanentno mora mijenati zakonodavna regulativa ali i unapređivati korporativna praksa u cilju povećanja ekonomske efikasnosti.

## Literatura:

1. Agenda ekonomskih reformi u Crnoj Gori 2002-2007, Vlada Republike Crne Gore, Podgorica, april, 2005. godina.
2. Anđelko Lojpur, Milan Lakićević: Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije, Ekonomski fakultet Podgorica, 2009. godina.
3. Anđelko Lojpur: *Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije*, Ekonomski fakultet Podgorica, 2004. godina.
4. Darko Tipurić i suradnici: *Korporativno upravljanje*, Sinergija Zagreb, 2008. godina.
5. Dragan Mikerević: *Finansijski menadžment*, Ekonomski fakultet u Banjoj Luci, 2009. godina
6. Dragan Radonjić: *Pravo privrednih društava, Pobjeda a.d., 2008. Godina*
7. Janez Prašnikar, Matjaž Koman, Ljubica Knežević: *Efekti privatizacije u Crnoj Gori*, projekat Analiza Efekata privatizacije u Crnoj Gori, Ekonomski fakultet Podgorica, 2008. Godina
8. Joel Bakan: *Korporacija: patološka težnja za profitom i moći*, Mirakul, Zagreb 2006. Godina
9. Karl Marks: *Kapital tom III, dio I*
10. *Korporativno upravljanje, priručnik*, Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore, Podgorica 2009. godina.
11. Kosta Vasiljević: *Teorija i analiza bilansa*, III izdanje, Savremena administracija, Beograd, 1962. Godina
12. Milan Lakićević, Anđelko Lojpur: *Savremena regulativa korporativnog izvještavanja*, 12. kongres Saveza računovođa i revizora Republike Srpske - Zadaci računovodstvene, revizorske i finansijske profesije nakon potpisivanja sporazuma o stabilizaciji i prifruživanju sa EU, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, Banja Vrućica - Teslić, 2008. god.
13. Milan Lakićević, Miloš Vulcanović: *Interni i eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja*, šesti Ssimopzijum o korporativnom upravljanju, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, banja vrućica - Teslić 2011. god. – zbornik radova
14. Milan Lakićević, Miloš Vulcanović: *Menadžerske kompezacije – uzrok i posledice krize korporativnog kapitalizma*, sedmi Simopzijum o korporativnom upravljanju, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, banja vrućica - Teslić 2012. god. – zbornik radova
15. Milan Lakićević: *Praktični problemi primjene zakona o privrednim društvima u Crnoj Gori*, četvrti Simopzijum o korporativnom upravljanju – pravno ekonomski aspekti zakona o privrednim društvima, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, jahorina, 2009. god. – zbornik radova
16. Milan Lakićević: *Privatizacija-razvojna šansa ili novi oblik kolonijalizma*, peti Ssimopzijum o korporativnom upravljanju, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, Banja Vrućica - Teslić 2010. god. – zbornik radova
17. Mirko Andrić, Branko Krsmanović, Dejan Jakšić: *Revizija – teorija i praksa*, Ekonomski fakultet Subotica, 2009. godina
18. Mirko Vasiljević: *Korporativno upravljanje – pravni aspekti*, Pravni fakultet Beograd, 2007. godina
19. Mirko Vasiljević: *Privredna društva domaće i uporedno pravo*, Udruženje pravnika u privredi SRJ; Beograd, 1999. godina.
20. Zakon o privrednim društvima, Službeni list Republike Crne Gore, br. 6/02 od 08.02.2002., Službeni list Crne Gore, br 17/07 od 31.12.2007., 80/08 od 26.12.2008., 40/10 od 22.07.2010., 36/11 od 27.07.2011., 40/11 od 08 .08. 2011.
21. Zakon o računovodstvu, Službeni list Crne Gore, br. 52/16 od 09.08.2016. godine
22. <http://www.mondopress.com/cluster/bankarima-isplaceni-najveci-bonusi-u-povijesti-c826f7d99br/>
23. <http://www.danas.net.hr&novac/page/2011/02/03/0485006.html>