

# PROMENE KORPORATIVNOG INSTITUCIONALNOG OKRUŽENJA U SRBIJI OD POČETKA EKONOMSKE KRIZE

Slavica Stevanović<sup>1</sup>  
Elena Jovičić<sup>2</sup>

### **Apstrakt**

*Unapređenje kvaliteta i fleksibilnosti institucionalnog okvira je pretpostavka unapređenja konkurentnosti, povećanja efikasnosti i produktivnosti privrede. Konkurentnost nacionalne ekonomije zavisi i od institucionalnog okruženja u korporativnom sektoru. Nedovoljno razvijeni i neadekvatno primenjeni mehanizmi korporativnog upravljanja negativno utiču na konkurentnost nacionalne ekonomije. Cilj rada je identifikovanje determinanti korporativnog institucionalnog okruženja u Srbiji i analiza njihovog uticaja na međunarodnu konkurentnost Srbije u periodu od 2008. do 2015. godine. Ocene determinanti konkurentnosti koji se odnose na korporativnu etiku i odgovornost pokazuju da se Srbija nalazi u grupi lošije plasiranih zemalja. Analiza kretanja ocena pojedinačnih faktora korporativnog institucionalnog okruženja ukazuje na potrebu unapređenja korporativnog upravljanja i značaj njenih mehanizama za poboljšanje međunarodne konkurentnosti.*

**Ključne reči:** korporativna odgovornost, korporativna etika, zaštita investitora, promene, ekonomska kriza

---

<sup>1</sup> dr Slavica Stevanović, naučni saradnik, Institut ekonomskih nauka, Beograd, e-mail: slavica.stevanovic@ien.bg.ac.rs

<sup>2</sup> ma Elena Jovičić, istraživač saradnik, Institut ekonomskih nauka, Beograd, e-mail: elena.baranenko@ien.bg.ac.rs

## UVOD

Kvalitetno institucionalno okruženje je osnova pravne i investicione sigurnosti, većeg priliva kapitala i nižih troškova kapitala. Institucionalno okruženje osim formalnih i obaveznih ograničenja poput pravila, zakona, ustava uključuje i neformalna ograničenja u formi normi ponašanja, konvencija i dobrovoljnog prihvatanja definisanih kodeksa ponašanja. Korporativna etika i ostali mehanizmi korporativnog upravljanja utiču na kvalitet institucionalnog okruženja. Zadovoljavajući kvalitet javnih institucija, poslovne etike i korporativnog upravljanja, podsticajno deluje na povećanje privredne aktivnosti kompanija, investitora i društva u celini.

Cilj rada je identifikovanje determinanti korporativnog institucionalnog okruženja u Srbiji i analiza njihovog uticaja na međunarodnu konkurentnost u periodu od 2008. do 2015. godine. Ocene determinanti korporativnog institucionalnog okruženja su zasnovane na podacima Svetskog ekonomskog foruma - SEF (*World Economic Forum – WEF*), Svetske banke (*World Bank*) i Međunarodne finansijske organizacije (*International Finance Corporation*). Statističkom obradom podataka je analizirana korelaciona veza odabranih determinanti konkurentnosti.

U skladu sa ciljem istraživanja, pored uvoda i zaključnih razmatranja rad sadrži dva dela. U prvom delu rada su identifikovani faktori koji deteminišu korporativno institucionalno okruženje. Analizirana je korporativna etika i korporativna odgovornost definisana na osnovu efikasnosti korporativnih odbora, efikasnosti računovodstvenih i standarda revizije, zaštite investitora i zaštite manjinskih vlasnika kapitala. U drugom delu su analizirani odabrani institucionalni faktori korporativnog upravljanja u Srbiji tokom perioda 2008-2015 na osnovu indikatora SEF-a i korelacione analize.

## DETERMINANTE KORPORATIVNOG INSTITUCIONALNOG OKRUŽENJA

Institucionalno okruženje je relevantna determinanta međunarodne konkurentnosti nacionalne ekonomije. Konkurentnost je relativno nov termin, ali u svetlu dinamičkih promena u svetskoj ekonomiji postaje sve više aktuelan. Postoje brojni načini definisanja i merenja konkurentnosti, kao i strategija za njegovo podsticanje (Baranenko i Stevanović, 2013, 420).

Procenom konkurentnosti nacionalnih ekonomija na multikriterijumskoj osnovi se bavi niz organizacija, među kojima su najpriznatije Svetski ekonomski forum,

Međunarodni institut za razvoj menadžmenta (*International Institute for Management Development – IMD*), Svetska banka i Evropska banka za obnovu i razvoj (*European Bank for Reconstruction and Development - EBRD*). Međunarodne organizacije u okviru svojih izveštaja prezentuju kompleksne rang liste odabranih grupa zemalja, prikazujući rezultate ostvarene prema određenim pokazateljima. U cilju da u što većoj meri objasne i izmere međunarodnu konkurentnost, pomenute organizacije uključuju različit broj faktora konkurentnosti, kontinuirano radeći na unapređenju metodologije procene. Unapređenje kvaliteta i fleksibilnosti institucionalnog okvira je pretpostavka unapređenja konkurentnosti, povećanja efikasnosti i produktivnosti privrede.

Analiza relativne pozicije Srbije i ostalih zemalja zapadnog Balkana, zasnovana na istraživačkim podacima različitih međunarodnih institucija, pokazuje da svaka metodologija za merenje konkurentnosti može biti korisna, zato što naglašava različite aspekte ekonomskih performansi i položaj zemlje. Takođe, ukupni ekonomski položaj odabrane zemlje se ne može najbolje predvideti oslanjajući se samo na jednu metodologiju ili vrstu podataka, već je potrebno koristiti više kriterijuma (Stošić i Minović, 2014, 150). Iako su istraživanja potvrdila da je među opšteprihvaćenim modela za merenje konkurentnosti Indeks globalne konkurentnosti najadekvatniji za zemlje Zapadnog Balkana, za dobijanje kvalitetnijih rezultata je preporučljiva primena faktorske metode za redukovanje broja varijabli. Statistički je opravdano grupisati deset faktora koji najbolje objašnjavaju konkurentnost (Zubović i Bradić-Martinović, 2013, 403).

Međunarodna konkurentnost nacionalnih ekonomija u oblasti korporativnog upravljanja se može posmatrati sa aspekta korporativne etike i odgovornosti. Poštovanje dobre prakse korporativnog upravljanja dovodi do povećanja poverenja investitora, smanjenja troška kapitala, stabilnijih izvora finansiranja i poboljšanja u funkcionisanju finansijskog tržišta. Etički kodeksi kojima se definišu smernice za ispravno ponašanje su u dugoročnom interesu kompanije i služe kao instrument pomoću koga kompanija dobija kredibilitet kod stejkholdera. Koncept odgovornosti se može definisati na različite načine. Jedna od relevantnih dimenzija koncepta jeste korporativna odgovornost kao ključni koncept savremenog menadžmenta. Menadžeri kompanija su profesionalno i moralno odgovorni za svoje postupke, odluke i uspešnost poslovanja pred investitorima i ostalim stejkholderima.

Opšti okvir moralnog ponašanja prevazilazi granice poštovanja zakonskih i drugih regulatornih normi. Odredbama zakonske i profesionalne regulative se ne mogu pokriti sva pitanja i problemi koji mogu nastati u različitim okolnostima, već samo

deo zahteva koji definišu korporativno upravljanje. Često je na menadžerima kompanija odluka da rešenja traže u skladu sa profesionalnim prosuđivanjem, što im omogućava da utiču na iskazivanje performansi preduzeća (Stevanović et al., 2011, 640). Menadžeri bez integriteta mogu koristiti svoja diskreciona prava u cilju prikazivanja povoljnijih performansi kompanije nego što su realne, čime se otvara prostor za manipulativne aktivnosti, a stejholderi kompanije dovode u zabludu i navode na pogrešne zaključke.

Profesionalna odgovornost menadžera preduzeća prema vlasnicima kapitala i ostalim stejholderima, obavezuje ih na poštovanje etičkih kodeksa. Etički standardi imaju za cilj da smanje informacione rizike i doprinesu kvalitetnom poslovnom odlučivanju, tako da se kontinuiranim unapređenjem i promovisanjem etičkog načina ponašanja, nastoji poboljšati kvalitet odluka koje se donose i izbeći aktivnosti koje narušavaju ugled preduzeća (Stevanović i Belopavlović, 2012, 556). Etički kodeks služi kao standard ponašanja odbora i ključnih rukovodilaca kompanije i čini okvir za donošenje sudova za postupanje sa raznim i često sukobljenim grupama.

Korporativna odgovornost se može posmatrati sa aspekta efikasnosti računovodstvenih i standarda revizije, efikasnosti korporativnih odbora, zaštite investitora i manjinskih vlasnika kapitala. Efikasnost računovodstvenih i standarda revizije je direktna odgovornost regulatornih i profesionalnih institucija na globalnom i nacionalnom nivou. Profesionalnu računovodstvenu regulativu u Srbiji čine standardi kreirani od strane Odbora za međunarodne računovodstvene standarde i računovodstvene direktive Evropske unije. Inovirani računovodstveni propisi Saveta Evropske komisije naglašavaju važnost koncepta kvaliteta finansijskog izveštavanja i revizije, nezavisnosti menadžera i revizora, kolektivne odgovornosti članova administrativnih, upravljačkih i nadzornih tela za kompanijske finansijske izveštaje, kao i organizovanja delotvornog sistema javnog nadzora revizora i revizorskih preduzeća (Stevanović, 2011, 227).

Efikasnost računovodstvenih i revizorskih standarda u Srbiji se može posmatrati kroz analizu kvaliteta važeće zakonske računovodstvene i revizorske regulative i sa aspekta kvaliteta njihove primene. Kvalitet zakonske regulative se procenjuje, između ostalog i na osnovu stepena usaglašenosti propisa kojima su obuhvaćena pitanja finansijskog izveštavanja i stabilnosti regulative (Malinić, 2009, 149). Za unapređenje kvaliteta nacionalne računovodstvene regulative, od izuzetne je važnosti preispitivanje važeće zakonske regulative, identifikovanje slabosti i nedorečenosti u aktuelnim zakonskim rešenjima i uvažavanje kritika upućenih od strane računovodstvene akademske i stručne javnosti.

U poslednjih petnaest godina u Srbiji je doneto čak sedam zakona i četrnaest zakona o izmenama i dopunama zakona o računovodstvu i reviziji (Vukelić et al., 2016, 268). Nova zakonska rešenja o računovodstvu (2013) imaju za cilj pojednostavljanje standarda finansijskog izveštavanja za mala i srednja preduzeća i unapređenje sistema korporativnog finansijskog izveštavanja, kako bi se omogućilo donošenje kvalitetnih investicionih odluka. Novi Zakon o reviziji (2013) treba da unapredi kvalitet i poverenje u revizorske izveštaje u Srbiji. Poslednje zakonske izmene u domaćem finansijskom izveštavanju se odnose na značajne promene bilansnog okvira i dublje raščlanjavanje bilansnih pozicija (Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge i preduzetnike, 2014).

Efikasnost korporativnih odbora kroz efikasan nadzor investitora i članova odbora nad radom i odlukama menadžmenta kompanije utiče na unapređuje sistema odlučivanja i podsticanje prosperiteta kompanije na duži rok. Investitori za potencijalna ulaganja biraju kompanije koje pružaju investicionu sigurnost i obezbeđuju adekvatnu zaštitu investitora kroz transparentnost i efikasan nadzor menadžmenta. Uspostavljanjem upravljačke strukture kojom se konkretizuju prava i odgovornosti članova odbora, menadžmenta i akcionara, osigurava se da svi rade u interesu kompanije i njenih vlasnika. Bez odgovornog odbora i jasno definisane uloge svih članova odbora, teško je govoriti o efikasnom upravljanju preduzećem. Ukoliko naknade članova odbora nisu vezane za ostvarene rezultate, ne postoje jasne procedure prilikom postojanja sukoba interesa, a odbori nemaju dovoljan broj nezavisnih i kompetentnih članova, ne može se očekivati jačanje efikasnosti odbora društva.

Kvalitetno institucionalno okruženje deluje podsticajno na privlačenje potencijalnih investitora. Zaštita prava investitora se može obezbediti na makro nivou i nivou kompanija. Ostvarivanje prava vlasnika kapitala pre svega zavisi od kvaliteta zakona koji regulišu privredno pravo preduzeća i tržište kapitala. Efektivna pravna zaštita investitora, koja osim usvajanja kvalitetne zakonske i profesionalne regulative podrazumeva i njenu efikasnu primenu, deluje podsticajno na poslovni i investicioni ambijent zemlje, doprinosi razvoju finansijskog tržišta i unapređenju konkurentnosti privrede u celini.

Prava investitora se posmatrano na nivou kompanije štite unapređenjem korporativnog upravljanja, pri čemu su akcionari i menadžeri ključni akteri u procesu primene principa dobrog korporativnog upravljanja. Kompetentan menadžment koji se u interakciji sa stejkholderima kompanije pridržava etičkih principa, pozitivno utiče na poverenje investitora, što kompaniju, ali i privredu čini

konkurentnijima. Samoregulacija i dobrovoljno prihvatanje dobre prakse korporativnog upravljanja predstavljaju relevantne faktore u procesu privlačenja investitora od strane korporativno odgovornih kompanija.

Nezadovoljavajući stepen dobrovoljnog prihvatanja obaveza i principa korporativnog upravljanja od strane menadžera i većinskih vlasnika kapitala navodi na to da manjinski akcionari zaštitu svojih prava mogu tražiti pre svega u pravnom sistemu i nadležnim institucijama poput sudova, Agencije za privatizaciju, Beogradske berze, Komisije za hartije od vrednosti, itd. Mehanizmi zaštite prava manjinskih investitora u Srbiji su prvenstveno definisani Zakonom o privrednim društvima, Zakonom o tržištu kapitala i Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava. Analiza navedenih zakona i povezanih EU direktiva (Đulić i Kuzman, 2012, 95) je pokazala da su zakoni u potpunosti usklađeni sa EU direktivama u oblasti zaštite prava manjinskih akcionara, a u pojedinim odredbama su čak detaljniji i rigorozniji. Dobar primer je Zakon o tržištu kapitala čiji glavni cilj jeste zaštita investitora i koji postavlja rigoroznije zahteve po pitanju transparentnosti i objavljivanja informacija o javnim društvima u odnosu na povezane EU direktivama. Posmatrajući regulaciona rešenja za zaštitu akcionara koja su data u pomenutim zakonima, može se zaključiti da je ocena stepena zaštite manjinskih akcionara na zadovoljavajućem nivou. Pravni okvir za formalnu zaštitu investitora u Srbiji postoji, pri čemu nizak stepen faktičke zaštite prava manjinskih akcionara može biti rezultat neefikasne primene važeće regulative.

Međunarodnu konkurentnost nacionalnih ekonomija sa aspekta zaštite investitora prati SEF, pri čemu je utvrđivanje indeksa nivoa zaštite investitora zasnovano na metodologiji Svetske banke i Međunarodne finansijske organizacije. Podindikator Zaštita investitora (*Investor Protection*) je pod tim nazivom prikazan u izveštajima o poslovanju u periodu od 2010. do 2014. godine. Od 2015. godine Svetska banka i Međunarodna finansijska organizacija uvode nova merila kvaliteta regulative koja se, između ostalog, odnose i na zaštitu manjinskih investitora. Nova merila koja ocenjuju prava akcionara u korporativnom upravljanju nose naziv Indeks akcionarskog upravljanja (*Extent of Shareholder Governance Index*) i Indeks sukoba interesa (*Extent of Conflict of Interest Regulation Index*) (Doing Business, 2015, 31).

Novi indeksi su definisani u skladu sa OECD (2004) principima korporativnog upravljanja. Indeks akcionarskog upravljanja je merilo prava akcionara u korporativnom upravljanju. Prava akcionara se ocenjuju sa tri aspekta. Jedna od dimenzija upravljanja se odnosi na prava i ulogu akcionara u donošenju najvažnijih korporativnih odluka, što podrazumeva utvrđivanje u kojoj meri akcionari mogu

uticati na donošenje važnih korporativnih odluka koje se odnose na imenovanje i razrešenje članova korporativnih odbora, na izdavanje novih akcija i izmenu pravnih akata društva. Druge dve dimenzije se odnose na korporativnu zaštitu akcionara od neprikladne kontrole korporativnih odbora i korporativnu transparentnost po pitanju vlasničkih udela, kompenzacija, revizije, itd. Indeks regulacije obima sukoba interesa je merilo zaštite akcionara od zloupotrebe korporativne imovine koju menadžment kompanije može izvršiti radi zadovoljenja ličnih interesa.

## PROMENE FAKTORA KORPORATIVNOG INSTITUCIONALNOG OKRUŽENJA U SRBIJI

Međunarodna konkurentnost Srbije sa aspekta nivoa globalnog indeksa konkurentnosti i pojedinačnih parametara konkurentnosti se od ekonomske krize u 2008. godini menjala u dva pravca. Pogoršanje međunarodne konkurentne pozicije je trajalo prvih pet do šest godina, u zavisnosti od pojedinačno posmatranog faktora, nakon čega sledi blago poboljšanje u poslednje dve do tri godine. Prema podacima SEF-a i oceni elemenata konkurentnosti koji se odnose na korporativnu etiku i odgovornost, Srbija se nalazi u grupi lošije plasiranih zemalja. Promene konkurentne pozicije Srbije na SEF listi su za period 2008-2015. godine prikazane u tabeli 1.

*Tabela 1. Rang Srbije sa aspekta faktora korporativne etike i odgovornosti*

Institucionalni faktori konkurentnosti	2008/ 2009	2009/ 2010	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013	2013/ 2014	2014/ 2015	2015/ 2016
Indeks globalne konkurentnosti	85	93	96	95	95	101	94	94
Institucije	108	110	120	121	130	126	122	120
Korporativna etika Etičko ponašanje firmi	96	110	120	130	132	127	119	115
Odgovornost								
Efikasnost računovodstvenih i standarda revizije	96	99	115	114	117	117	109	107
Efikasnost korporativnih odbora	119	120	134	136	141	138	125	111
Zaštita interesa manjinskih akcionara	132	128	137	140	143	144	138	138
Zaštita investitora	-	-	59	60	65	69	68	32

*Izvor:* WEF, The Global Competitiveness Report, 2008-2015

Indeks globalne konkurentnosti u periodu 2008-2009 Srbiju rangira na 85. mesto u odnosu na 134 posmatrane zemlje. Sledeći period 2009-2010 je prema rangu međunarodne konkurentnosti lošiji za Srbiju iako je pozicija definisana u odnosu na 133 zemlje. Broj zemalja koje SEF uključuje u analizu konkurentnosti se u narednom periodu postepeno povećava (2010-2011: 139 zemalja, 2011-2012: 142, 2012/2013: 144, 2013/2014: 148), pri čemu je Srbija pozicionirana na 96. mestu u periodu 2010/2011, odnosno 95. mestu u periodima 2011/2012 i 2012/2013. Lošija pozicija za šest mesta u periodu 2013/2014 u odnosu na period 2012/2013 je delom rezultat povećanja broja analiziranih zemalja. Indeks konkurentnosti Srbiju u poslednja dva posmatrana perioda pozicionira na 94. mesto, iako je ukupan broj zemalja smanjen za po četiri zemlje u svakoj godini (2014/2015: 144 zemlje i 2015/2016: 140 zemalja).

Prema oceni institucionalnog okruženja u celini, Srbija je lošije pozicionirana nego prema ukupnom indeksu globalne konkurentnosti. Zahvaljujući ocenama pojedinačnih korporativnih faktora institucionalnog okruženja, Srbija je u posmatranom periodu lošije rangirana u odnosu na ukupan indeks globalne konkurentnosti, što ukazuje na potrebu unapređenja korporativnog upravljanja i značaj njenih mehanizama za poboljšanje međunarodne konkurentnosti.

**Korporativna etika.** Promene nivoa etičkog ponašanja firmi, prema mišljenju poslovne zajednice u Srbiji, nisu značajne u analiziranom periodu. Ocene korporativne etike preduzeća u Srbiji, utvrđene na skali od 1 do 7 od strane SEF partnera u Srbiji, se za posmatrani period nalaze na grafikonu 1.

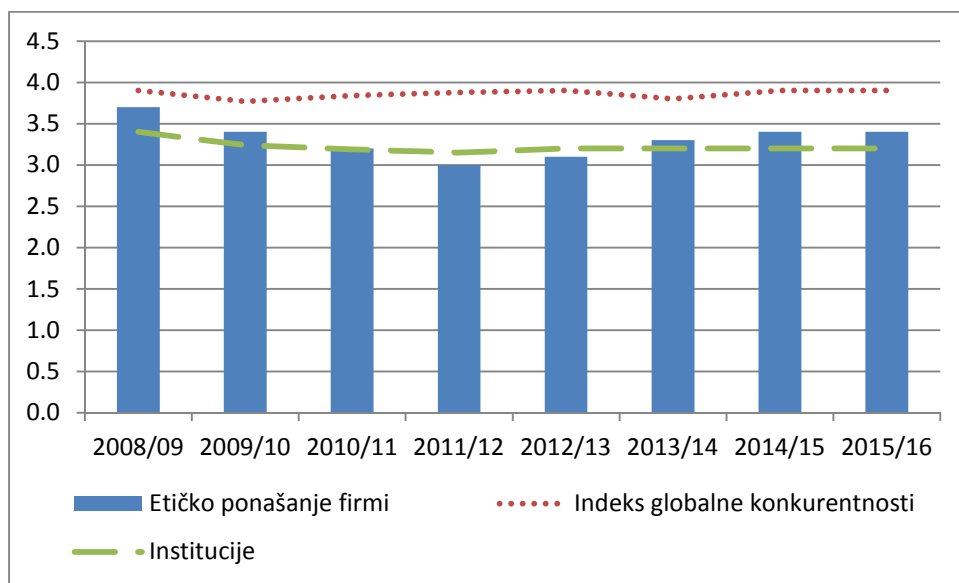
Prema anketi partnera SEF-a u Srbiji je zabeležen relativno nizak nivo etičkog ponašanja firmi. Ocena koja je na najvišem nivou od 3,7 bila u periodu 2008/2009 postepeno opada do 3 u periodu 2011/2012. Nakon toga sledi postepen rast vrednosti podindikatora i ocena 3,4 Srbiju rangira na 115. mesto na SEF listi u periodu 2015/2016. Nivo korporativne etike je prema ocenama poslovne zajednice niži u odnosu na indeks globalne konkurentnosti tokom analiziranog perioda, a u periodima 2011/2012 i 2012/2013 je niži i u odnosu na ocenu javnih i korporativnih institucija u celini. Ocena etičkog ponašanja kompanija je u periodu 2010/2011 izjednačena sa podindikatorom koji se odnosi na institucije u celini.

Anketirani privrednici su etičko ponašanje preduzeća u Srbiji u 2013. godini ocenili u proseku na nivou od 3,24 od maksimalnih 7 bodova. Iako i sami pripadaju korporativnom sektoru, niko od ispitanika nije smatrao da je preduzećima u Srbiji u interakciji sa državnim zvaničnicima i ostalim preduzećima, svojstveno veoma etičko ponašanje. Značajan broj anketiranih privrednika, čak 33% od ukupnog



broja ispitanika, je etičko ponašanje preduzeća ocenio najnižim ocenama (Đuričin et al., 2013, 66).

Grafikon 1. Ocene korporativne etike u Srbiji

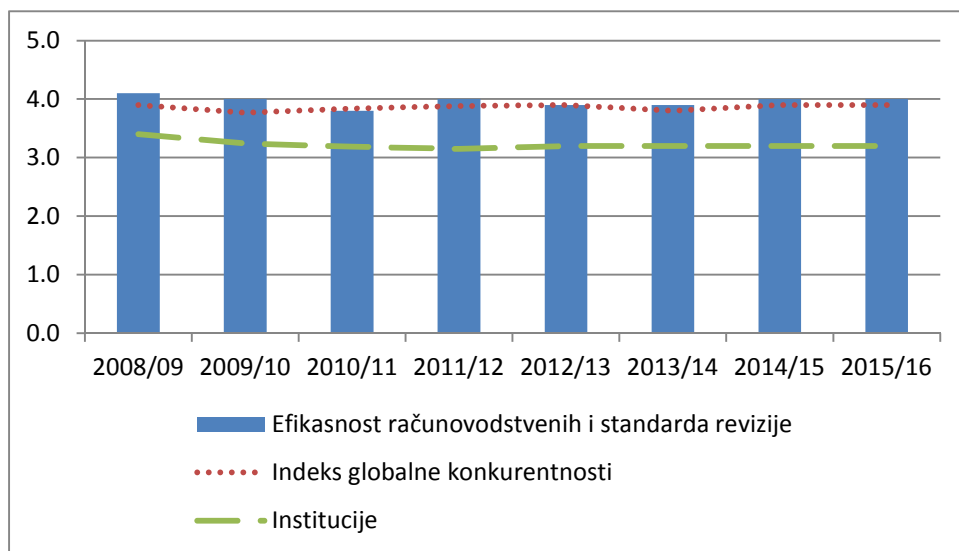


Izvor: WEF, The Global Competitiveness Report, 2008-2015

**Efikasnost računovodstvenih i standarda revizije.** Prema oceni efikasnosti revizorskih i računovodstvenih standarda od strane anketiranih menadžera, efikasnost primene standarda u Srbiji se nije značajnije menjala u posmatranom periodu. Način na koji menadžment srpskih kompanija ocenjuje efikasnost primene računovodstvenih i standarda revizije, prikazan je na grafikonu 2.

Raspon vrednosti indikatora se kreće od 3,8 u periodu 2010/2011 do 4,1 koliko je zabeleženo u početnom periodu analize. Ocene efikasnosti standarda zabeležene u posmatranom periodu su na nivou globalnog indeksa, ali iznad periodičnih ocena efikasnosti institucija u celini. Posmatrajući nivo efikasnosti standarda nakon 2013. godine, može se zaključiti da usvajanje novih zakona o računovodstvu i reviziji i primena novih bilansnih šema sa znatno većim brojem bilansnih pozicija nisu značajno uticali na stavove i ocene ispitanih menadžera u Srbiji koje se odnose na efikasnost standarda.

Grafikon 2. Ocene efikasnosti računovodstvenih i standarda revizije u Srbiji



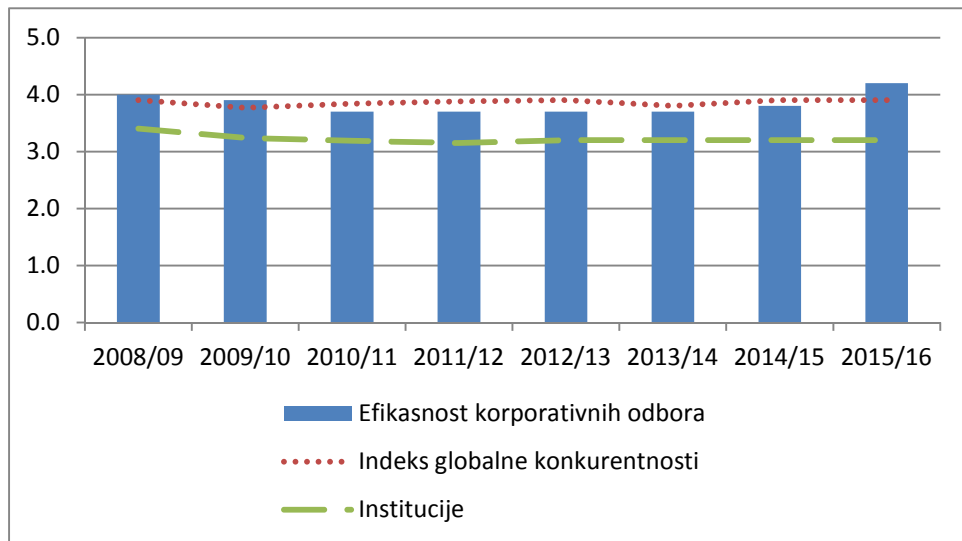
Izvor: WEF, The Global Competitiveness Report, 2008-2015

**Efikasnost korporativnih odbora.** Srbija ne pokazuje visok nivo odgovornosti menadžmenta prema investitorima i članovima korporativnih odbora. Godišnje promene ocene efikasnosti korporativnih odbora od početka ekonomske krize su prikazane na grafikonu 3.

Rezultati anketa partnera SEF-a pokazuju odgovornost menadžera u Srbiji prema investitorima i članovima korporativnih odbora na nezavidnom nivou. Za razliku od zemalja u kojima investitori i članovi odbora imaju efikasan nadzor nad radom i odlukama menadžmenta preduzeća, ocene efikasnosti korporativnih odbora u Srbiji pokazuju nivo odgovornosti menadžmenta u rasponu od 4,0 u 2008. godini do 4,2 u 2015. godini. U periodu između, ocena efikasnosti korporativnih odbora je niža u odnosu na početak i kraj posmatranog perioda, pri čemu je tokom četiri godine ocena bila nepromenjena i iznosila je 3,7. Povećanje nivoa odgovornosti menadžera prema korporativnom odboru i investitorima Srbiju u 2015. godini pozicionira bolje na SEF listi nego na početku ekonomske krize.

**Zaštita manjinskih akcionara.** Prema vrednosti indikatora zaštite manjinskih akcionara, Srbija pripada grupi od pet zemalja sa najlošije ocenjenim stepenom zaštite interesa vlasnika kapitala sa manjinskim učešćem. Godišnje promene ocena stepena zaštite manjinskih akcionara u Srbiji su prikazane na grafikonu 4.

Grafikon 3. Ocene efikasnosti korporativnih odbora u Srbiji



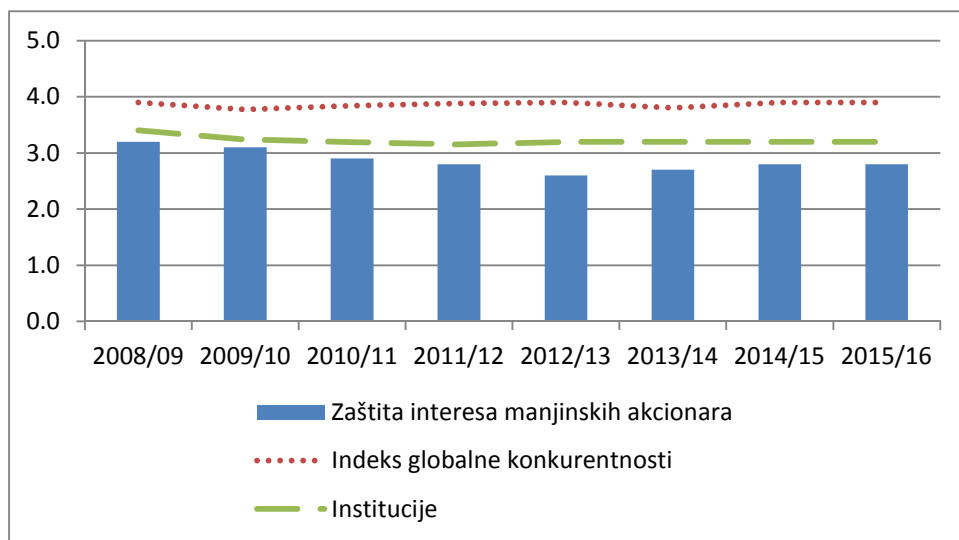
Izvor: WEF, The Global Competitiveness Report, 2008-2015

Anketirani menadžeri smatraju da su interesi manjinskih akcionara u kompanijama koje posluju u Srbiji nedovoljno zaštićeni, što potvrđuju ocene u rasponu od 2,6 do 3,2. Pomenuti raspon vrednosti pokriva period od 2008/2009, kada je zabeležena najveća vrednost stepena zaštite manjinskih akcionara, do perioda 2012/2013 u kojoj je poslovna zajednica najlošije ocenila nivo zaštite manjinskih akcionara u Srbiji. Blago povećanje ocene na 2,7 u narednom periodu i 2,8 u poslednja dva analizirana perioda ne menja značajno poziciju u međunarodnoj konkurentnosti Srbije.

Analizirajući pojedinačne ocene zaštite interesa manjinskih akcionara u odnosu na ocenu institucionalnog okruženja u celini i globalni indeks konkurentnosti tokom istog perioda, može se konstatovati da ocena stepena zaštite manjinskih akcionara od strane ispitanika u Srbiji izuzetno negativno utiče na međunarodnu konkurentnost.

Novi indeksi Svetske banke, koji se objavljuju u okviru izveštaja o poslovanju od 2015. godine, pokazuju za Srbiju manje vrednosti u odnosu na godinu koja sledi. Prava akcionara u korporativnom upravljanju su lošije ocenjena u 2016. (ocena 7) u odnosu na 2015. godinu kada je od maksimalnih 10 zabeležena ocena na nivou od 6.

Grafikon 4. Ocene stepena zaštite manjinskih akcionara u Srbiji



Izvor: WEF, The Global Competitiveness Report, 2008-2015

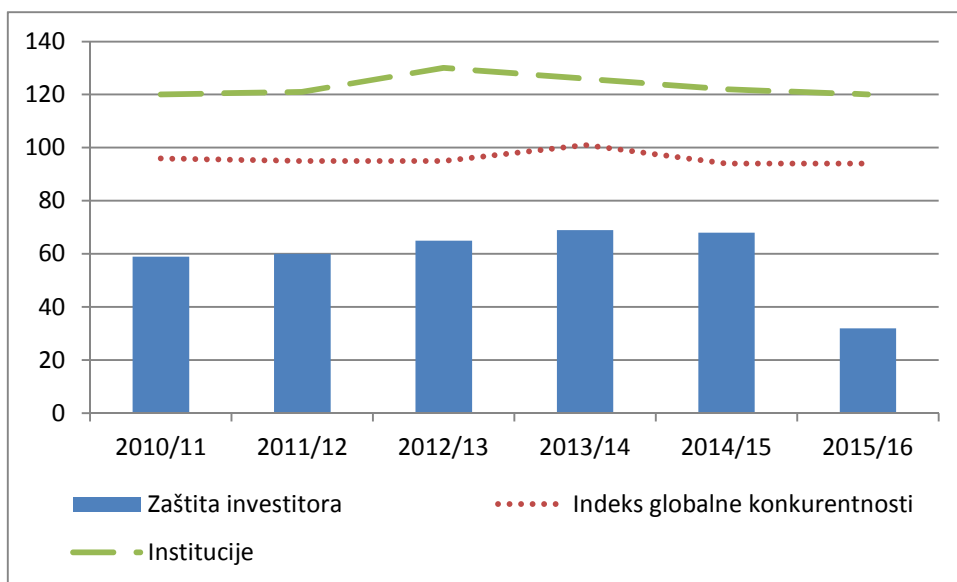
Indeks sukoba interesa kao merilo nivoa zaštite akcionara od zloupotrebe od strane menadžmenta iznosi 5,7 u 2015. i opada na 5 u sledećoj godini. Stepenn zaštite manjinskih akcionara je u proseku ocenjen na nivou od 6,3 i 5,5 u dve pomenute godine respektivno. Pozicija Srbije sa aspekta zaštite manjinskih akcionara je zahvaljujući lošije ocenjenim indeksima pogoršana za 49 mesta, sa 32. u 2015. na 81. u 2016. godini (Doing Business, 2015; 2016).

**Zaštita investitora.** Stručnjaci SEF-a rangiraju konkurentnost nacionalnih ekonomija sa aspekta zaštite investitora koristeći indeks zaštite investitora Svetske banke. Analizirajući SEF listu konkurentnosti sa ovog aspekta, Srbija se nalazi na znatno boljoj poziciji u odnosu na većinu drugih institucionalnih faktora. Promene pozicije Srbije na listi SEF prema stepenu zaštite investitora se mogu pratiti na osnovu grafikona 5.

Indeks zaštite investitora na nivou od 5,3 od maksimalnih 10 u periodu 2010-2014, Srbiju rangira bolje nego indeks globalne konkurentnosti i ocena stuba konkurentnosti pod nazivom Institucije. Rezultati istraživanja sprovedenog u cilju analize i ocene konkurentnosti privrede Srbije pokazuju da anketirani privrednici u 2013. godini zaštitu investitora u proseku ocenjuju na nivou od 3,29 od maksimalnih 7 bodova (Đuričin, S. et al., 2013, str. 82).

Indeks zaštite investitora (*Strength of Investor Protection Index*) je pod tim nazivom prikazan u izveštajima o poslovanju u periodu od 2010. do 2014. godine. Stručnjaci Svetske banke stepen zaštite investitora u nacionalnim ekonomijama analiziraju na osnovu ankete koju advokati i ostali pravni stručnjaci popunjavaju za Međunarodnu finansijsku korporaciju. Stepenn zaštite investitora je prikazan u formi indeksa čije se vrednosti kreću u rasponu od 0 do 10, pri čemu je 10 najbolja ocena. Konačna vrednost podindikatora je rezultat prosečne vrednosti pojedinačnih indeksa koji prate stepen obelodanjivanja informacija (*Extent of Disclosure*), odgovornost direktora (*Extent of Director Liability*) i mogućnost utuženja menadžmenta od strane vlasnika kapitala (*Ease of Shareholder Suits*).

Grafikon 5. Pozicija Srbije na listi SEF prema stepenu zaštite investitora



Izvor: WEF, The Global Competitiveness Report, 2008-2015

Analizirajući strukturu prosečne ocene zaštite investitora u Srbiji na nivou od 5,3, može se zaključiti da je najveći broj bodova, odnosno 7 od maksimalnih 10 zabeležen u oblasti obelodanjivanja informacija i transparentnosti. Nadzor i postavljanje etičkih okvira za poslovanje društva, kao i obezbeđivanje uslova za objavljivanje relevantnih informacija i transparentnost poslovanja su dužnosti odbora društva koje se definišu odredbama Zakona o privrednim društvima. Stepenn odgovornosti direktora je ocenjen indeksom 6 u pomenutom petogodišnjem periodu. *Ease of Shareholder Suits Index* pokazuje u kojoj meri

akcionari mogu ostvariti svoja prava pokretanjem pravnih i administrativnih postupaka protiv menadžera i članova odbora. Najveće nepoverenje ispitanici u Srbiji upravo imaju u mogućnost utuženja menadžera od strane vlasnika kapitala, što pokazuje vrednost povezanog indeksa tri (Stevanović i Belopavlović, 2014, 650).

Analizirani faktori korporativnog institucionalnog okruženja određuju ocenu i međunarodni rang Srbije sa aspekta kvaliteta institucionalnog okruženja zajedno sa faktorima javnih institucija koji su brojniji. Relativna mera stepena zavisnosti odabranih SEF podindikatora konkurentnosti je urađena na osnovu ocena podindikatora u periodu od 2008. do 2015. godine. Korelaciona analiza međuzavisnosti pomenutih faktora korporativnog upravljanja, sprovedena na osnovu Spearman-ov koeficijenta korelacije, je prikazana u tabeli 2.

*Tabela 2. Korelacija faktora korporativnog institucionalnog okruženja u Srbiji*

Spearman-ov koeficijent	Institucije	Korporativna etika	Efikasnost standarda	Efikasnost korporativnih odbora	Zaštita manjinskih akcionara	Zaštita investitora
Institucije	1.000 -----					
Korporativna etika	0.735* (0.096)	1.000 -----				
Efikasnost standarda	-0.245 (0.640)	0.200 (0.704)	1.000 -----			
Efikasnost korporativnih odbora	0.300 (0.564)	0.612 (0.196)	0.490 (0.324)	1.000 -----		
Zaštita manjinskih akcionara	-0.290 (0.577)	0.198 (0.707)	-0.079 (0.882)	0.194 (0.713)	1.000 -----	
Zaštita investitora	0.245 (0.640)	0.500 (0.312)	0.400 (0.432)	0.980** (0.001)	0.158 (0.765)	1.000 -----

*Izvor:* Obračun autora na osnovu podataka WEF, The Global Competitiveness Report, 2008-2015. Napomena: \*\* i \* pokazuju statističku značajnost na nivou od 5% i 10% respektivno; (p vrednost)

Posmatrajući statističku značajnost koeficijenta korelacije, rezultati analize pokazuju da postoji statistički značajna korelacija između ocene nivoa zaštite investitora i ocene efikasnosti korporativnih odbora na nivou poverenja do 5%. S obzirom da između zaštite investitora i efikasnosti korporativnih odbora postoji značajno visok stepen linearnog slaganja, 96% varijacija ocene nivoa zaštite investitora se može objasniti ocenom efikasnosti korporativnih odbora. Korelacija između ocene korporativne etike i indikatora koji meri kvalitet institucija u celini pokazuje statističku značajnost na nivou poverenja do 10%. Koeficijent korelacije pokazuje relativno visok stepen linearnog slaganja, pri čemu se 54% varijacija kvaliteta institucija može objasniti ocenom korporativne etike.

## **ZAKLJUČAK**

Korporativno institucionalno okruženje u Srbiji, analizirano na osnovu odabranih faktora konkurentnosti Svetskog ekonomskog foruma, karakteriše nedovoljna efikasnost korporativnih odbora i relativno nizak stepen korporativne odgovornosti. Međunarodna konkurentnost Srbije se sa aspekta analiziranih parametara menjala u dva pravca od nastanka ekonomske krize u 2008. godini. Pogoršanje međunarodne konkurentne pozicije je prema većini odabranih faktora trajalo prvih pet godina, nakon čega sledi blago poboljšanje u poslednje tri godine.

Nivo poverenja poslovne zajednice u kvalitet zakonske regulative i efikasnost rada nadležnih institucija na polju zaštite manjinskih akcionara u Srbiji je izrazito nizak, što Srbiju svrstava među pet najlošije rangiranih zemalja na SEF listi u analiziranom periodu. Nedovoljno je efektivna zaštita manjinskih investitora od strane institucija koje ne reaguju adekvatno u slučaju kršenja osnovnih prava manjinskih vlasnika kapitala. Nivo korporativne etike je prema istim izvorima niži u odnosu na ocenu javnih i korporativnih institucija u celini u posmatranom periodu.

Efikasnost primene računovodstvenih i standarda revizije se u Srbiji nije značajnije menjala u posmatranom periodu. Čak ni usvajanje novih zakona o računovodstvu i reviziji i primena novih bilansnih šema nisu značajno uticali na ocene koje se odnose na efikasnost standarda. Povećanje efikasnosti korporativnih odbora i nivoa odgovornosti menadžera prema korporativnom odboru i investitorima Srbiju u 2015. godini pozicionira bolje na SEF listi nego na početku ekonomske krize.

Zahvaljujući ocenama pojedinačnih korporativnih faktora institucionalnog okruženja, Srbija je u posmatranom periodu lošije rangirana u odnosu na ukupan indeks globalne konkurentnosti, što ukazuje na potrebu unapređenja korporativnog upravljanja i značaj njenih mehanizama za poboljšanje međunarodne konkurentnosti. Unapređenjem efektivne pravne zaštite i mehanizama korporativnog upravljanja potrebno je jačati poverenje investitora i poslovnih partnera, kako ne bi došlo do povlačenja ili preusmeravanja investicija u privrede sa povoljnijom poslovnom i investicionom klimom.

## ZAHVALNICA

Ovaj rad je deo istraživačkih projekata pod šiframa 47009 (Evropske integracije i društveno-ekonomske promene privrede Srbije na putu ka EU) i 179015 (Izazovi i perspektive strukturnih promena u Srbiji: Strateški pravci ekonomskog razvoja i usklađivanje sa zahtevima EU), finansiranih od strane Ministarstva za nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije.

## LITERATURA

- [1] Baranenko, E. i Stevanović, S. (2013) *Strategies for Enhancing Competitiveness of the Economy as a Way to Ensure Faster Recovery from the Crisis: the Experience of the EU and Serbia*, u: Post Crisis Recovery, Beogradska bankarska akademija, str. 420-433.
- [2] Đulić, K. i Kuzman, T. (2012) Zaštita prava manjinskih akcionara: pravni okvir i primena, *Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji*, br. 30, Fond za razvoj ekonomske nauke, Beograd, str. 86-95.
- [3] Đuričin, S., Stevanović, S. i Baranenko, E. (2013) *Analiza i ocena konkurentnosti privrede Srbije*, Institut ekonomskih nauka, Beograd.
- [4] Malinić, D. (2009) Savremeni izazovi integralnog istraživanja kvaliteta finansijskih izveštaja, *Ekonomika preduzeća*, specijalni broj Tajne bilansa: menadžerski pristup, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 138-155.
- [5] OECD (2004) OECD principi korporativnog upravljanja, dostupno na: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34625094.pdf> [posećeno 22/09/16].
- [6] Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruga i preduzetnike, Službeni glasnik Republike Srbije, br. 95/2014, 144/2014.
- [7] Schwab, K. (2009) *The Global Competitiveness Report 2009–2010*, World Economic Forum - WEF, Geneva, Switzerland, dostupno na:



- <http://www.weforum.org/pdf/GCR09/GCR20092010fullreport.pdf> [posećeno 06/09/16].
- [8] Schwab, K. (2010) *Global Competitiveness report 2010-2011*, World Economic Forum, Geneva, Switzerland, dostupno na: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalCompetitivenessReport\\_2010-11.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2010-11.pdf) [posećeno 27/08/16].
- [9] Schwab, K. (2011) *The Global Competitiveness Report 2011–2012*, World Economic Forum, Geneva, Switzerland, dostupno na: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GCR\\_Report\\_2011-12.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GCR_Report_2011-12.pdf) [posećeno 08/09/16].
- [10] Schwab, K. (2012) *The Global Competitiveness Report 2012–2013*, World Economic Forum, Geneva, Switzerland, dostupno na: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalCompetitivenessReport\\_2012-13.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2012-13.pdf) [posećeno 16/09/16]
- [11] Schwab, K. (2013) *The Global Competitiveness Report 2013–2014*, World Economic Forum, Geneva, Switzerland, dostupno na: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalCompetitivenessReport\\_2013-14.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2013-14.pdf) [posećeno 18/10/16]
- [12] Schwab, K. (2014) *The Global Competitiveness Report 2014–2015*, World Economic Forum, Geneva, Switzerland, dostupno na: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalCompetitivenessReport\\_2014-15.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2014-15.pdf) [posećeno 18/10/16]
- [13] Schwab, K. (2015) *The Global Competitiveness Report 2015–2016*, World Economic Forum, Geneva, Switzerland, dostupno na: [http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global\\_Competitiveness\\_Report\\_2015-2016.pdf](http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global_Competitiveness_Report_2015-2016.pdf) [posećeno 18/10/16]
- [14] Schwab, K. i Porter, M. (2008) *The Global Competitiveness Report 2008–2009*, World Economic Forum, Geneva, Switzerland, dostupno na: <http://www.weforum.org/pdf/GCR08/GCR08.pdf> [posećeno 05/09/16]
- [15] Stevanović, N. (2011) Finansijsko-izveštajna odgovornost u kontekstu EU, međunarodnog i novog domaćeg regulatornog okvira, *Ekonomika preduzeća*, br. 2011/5-6, str. 227-242.
- [16] Stevanović, S. i Belopavlović, G. (2012) *Strengthening Economic Subjects' Internal Capacities: Improvement of Decision-Making Process*, u: *Managing Structural Changes: Trends and Requirements*, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Koimbri, str. 552-564.
- [17] Stevanović, S. i Belopavlović, G. (2014) *Protection of Investors as a Factor of Competitiveness of Economy: Serbia vs. Western Balkan Countries*, u: *Contemporary Trends and Prospects of Economic Recovery*, CEMAFI International, Nica, Francuska, str. 645-657.

- [18] Stevanović, S., Radovanović, B., Minović, J. (2011) *Uloga menadžmenta u procesu finansijskog izveštavanja – odgovornost i interesi*, u zborniku radova: VII Majska konferencija o strategijskom menadžmentu – MKSM 2011, Tehnički fakultet u Boru, Univerzitet u Beogradu, Odsek za menadžment, Zaječar, str. 639-647.
- [19] Stošić, I. i Minović, J. (2014) Benchmarking Western Balkan Economies, *Industrija*, Vol. 42, No. 1, str. 149-170.
- [20] Vukelić, G., Belopavlović, G. i Stevanović, S. (2016) *Informative Power of Financial Statements in Serbia*, u: Europe and Asia - Economic Integration Prospects, CEMAFI International, Nica, Francuska, str. 265-276.
- [21] World Bank (2015) Doing Business 2015, dostupno na: <http://www.doingbusiness.org/~media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB15-Full-Report.pdf> [posećeno 12/10/16]
- [22] World Bank (2016) Doing Business 2016, dostupno na: <http://www.doingbusiness.org/~media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf> [posećeno 12/10/16]
- [23] Zakon o računovodstvu, Službeni glasnik Republike Srbije, br. 62/2013.
- [24] Zakon o reviziji, Službeni glasnik Republike Srbije, br. 62/2013.
- [25] Zubović, J. i Bradić-Martinović, A. (2013) *Jačanje konkurentnosti kao faktor izlaska iz krize država zapadnog Balkana*, u: Institucionalne promene kao determinanta privrednog razvoja Srbije, Ekonomski fakultet, Kragujevac, str. 403-418.