



**KVALITET KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA
I UTICAJ NA PROFITABILNOST KOMPA NIJA
U CRNOJ GORI - EMPIRIJSKA ANALIZA**

Zorica Kalezić

1. Uvod - Korporativno upravljanje i mehanizmi

Kada govorimo o korporativnom upravljanju, postoji veoma veliki broj definicija ovog pojma koji zavisi prije svega od nivoa i obuhvata kao čisto ekonomskog („shareholder“ pristup) ili šireg socijalnog („stakeholder“ pristup) koncepta. Tako usko posmatrano, iz perspektive kompanije, korporativno upravljanje se može definisati kao set pravila kojim se uređuju odnosi između vlasnika i menadžmenta kompanije. Definicija OECD-a iz 2001. Kaže da „korporativno upravljanje predstavlja javni i privatni institucionalni okvir, koji uključuje pravnu infrastrukturu, zakone i poslovnu praksu, a koji su kreirani sa svrhom uređivanja efikasnog odnosa između menadžera, sa jedne, i onih koji investiraju u kompaniju sa druge strane (vlasnici)“. Svjetska Banka pruža širi pojam definicije korporativnog upravljanja, koja se odnosi na institucionalni okvir koji omogućava kvalitetniji odnos između menadžera, vlasnika i ostalih „stakeholdera“ (zaposlenih, države, itd). Korporativno upravljanje se može definisati i kao skup procesa, struktura i informacija koji se koriste za monitoring menadžmenta kompanije, a koji omogućava stvaranje kvalitetnih odnosa između menadžmenta i akcionara, vodeći računa o interesima „stakeholder-a“. Korporativno upravljanje je takođe definisano i kao sistem distribucije odgovornosti i prava između različitih participanata koji učestvuju u radu kompanije, prije svega vlasnika i menadžera, kao i dobavljača, potrošača, finansijskog sektora itd.

Generalna je pretpostavka da korporativno upravljanje predstavlja pravni, ekonomski i socijalni fenomen, koji je stvoren prije svega kroz privatnu inicijativu („Cadbury Cometee“ i OECD Principi predstavljaju samo institucioanalizaciju principa, koji su proizašli iz zdrave poslovne prakse) sa osnovnim ciljem maksimizacije efikasnosti poslovanja, i smanjenja konflikta interesa menadžmenta i vlasnika kompanija, kao i smanjenja nivoa agencijskih troškova, koji se javljaju kao proizvod odvajanja upravljačke od vlasničke funkcije.

Jedan od najznačajnijih mehanizama korporativnog upravljanja koji je karakterističan za zemlje koje nemaju razvijeno tržište kapitala predstavlja koncentracija vlasništva. Pretpostavka je da veliki vlasnički udio omogućava efikasan nadzor menadžmenta od strane vlasnika, uz male agencijske troškove. Međutim ovaj mehanizam uslovljava često stavljanje manjinskih vlasnika u zavistan položaj u odnosu na velike vlasnike (Beiner et al. 2003, Shleifer and Vishny, 1997) i eksproprijaciju njihovih prava.

Bord direktora predstavlja takođe jedan od mehanizama kojim akcionari i vlasnici na efikasan način mogu da vrše monitoring menadžmenta. Jak i organizovan bord direktora je veoma važan u kreiranju strategije kompanije, efikasnog nadzora menadžmenta i definisanja identiteta kompanije (Zahra, 1991). Pri tome važno je imati u vidu da je struktura borda takođe veoma važna (odnos izvršnih i neizvršnih direktora). Tako je empirijska literatura podijeljena između onih koji ukazuju da neizvršni direktori omogućavaju efikasno i nezavisno praćenje rada menadžmenta (Lin et al., 2002) i onih koji zagovaraju tezu da neizvršni direktori nemaju dovoljno informacija o kompaniji i da suštinski nisu zainteresovani za kritički osvrt poslovanja kompanije (Hermalin and Weisbach, 1991).

Kompenzacije menadžmenta, kao i bonusi, predstavljaju jedan od najčešće korišćenih internih instrumenata korporativnog upravljanja za koji se generalno pretpostavlja da predstavlja kvalitetan podsticajni instrument koji treba da uskladi interese vlasnika (maksimizacija profita) sa interesima menadžmenta. Obično kompenzacije menadžmentu se ne vezuju samo za novčane iznose koji se određuju u odnosu na efikasnost rada menadžmenta, već i za kompenzacije u obliku akcija kompanije, koje treba da dovedu do još kvalitetnijeg usklađivanja interesa menadžmenta sa interesima vlasnika, jer kroz ovaj aranžman i menadžeri postaju vlasnici. Međutim, ovaj mehanizam može izazvati još oportunističkije ponašanje menadžmenta, koje vještačkim manipulacijama finansijskih izvještaja može da utiče na cijenu akcija u cilju dobijanja što povoljnijih i većih kompenzacija, a skandali poput „Enron“-a govore u prilog opasnosti ovog mehanizma ukoliko nije kontrolisan.

Eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja se prije svega odnose na tržište korporativne kontrole, koje na efikasan način vrši monitoring menadžmenta kompanije, tako da one kompanije koje nisu dovoljno efikasne, odnosno čiji menadžment ne posluje efikasno, veoma brzo mogu biti preuzete od efikasni-

jih kompanija. Takođe, jedan od efikasnih mehanizama korporativne kontrole predstavlja i tržište menadžera, koje forsira menadžment na efikasno poslovanje, jer uvijek postoji mogućnost njihove zamjene.

Ukratko, poslovna praksa je pokazala potrebu za institucionalizovanjem korporativnog upravljanja unutar kompanije, kojima se njegovom punom implementacijom omogućava efikasno rešavanje problema konflikta interesa vlasnika i menadžmenta kompanije, uz puno poštovanje prava svih „stakeholdera“ od dobavljača, preko radnika, do finansijskih institucija.

2. Tipovi korporativnog upravljanja

Kada govorimo o tipovima korporativnog upravljanja prva podjela koja je karakteristična za perspektivu krajnjeg cilja implementacije principa korporativnog upravljanja je podjela na akcionarski i „stakeholder-ski“ tip korporativnog upravljanja (O’Sullivan, 2001; Friedman and Miles 2002, Barker, 2006). Sistem akcionarskog korporativnog upravljanja pretpostavlja da je osnovna funkcija korporativnog upravljanja omogućavanje maksimizacije profita akcionara. Ovaj klasičan princip korporativnog upravljanja bazira se na stavovima Berle-a i Means-a (1932) prema kojima u kompaniji postoji separacija vlasništva i menadžmenta koja dovodi do konflikta interesa. Naime prema teoriji agencije, koja proizilazi iz divergentnih stavova i ciljeva menadžmenta (maksimizacija sopstvenih interesa poput visine zarada, odsustvovanja i nedovoljnog angažovanja), i ciljeva njihovih principala (maksimizacija vrijednosti kompanije) odnosno vlasnika, osnovna intencija vlasnika je da implementacijom različitih mehanizama upravljanja pokuša na efikasan način nadzirati menadžment, sa osnovnim ciljem da se on ponaša i reaguje u najboljem interesu principala-vlasnika. Kao posljedica usklađivanja ciljeva vlasnika i menadžmenta, sasvim je logično da principal (vlasnik) mora trpjeti-određene troškove da bi njegov agent (menadžer) radio u najboljem interesu vlasnika (npr. troškovi prikupljanja informacija o radu menadžera), a koji se kroz korporativno upravljanje pokušava svesti na minimum.

Sa druge strane, **shareholder princip** korporativnog upravljanja u svome fokusu ima zadovoljenje više različitih ciljeva, poput pomirenja interesa i ciljeva zaposlenih, države, dobavljača, itd. Odnosno u svoj fokus stavlja prije svega javni-so-

cijani interes, za razliku od akcionarskog pristupa koji stavlja privatni interes kao primarni (Hutton, 1995).

Jedan od najznačajnijih kriterijuma za podjelu tipova korporativnog upravljanja je tretman, relativna snaga i način ponašanja vlasnika, u smislu da li se vlasnička struktura zasniva na velikom broju disperziranih vlasnika („outsider“ sistem) ili na „blokovima“ značajnih vlasnika koji aktivno učestvuju u nadzoru i radu kompanije („insider“ sistem).

Anglo-saksonski ili tzv. „outsider“ sistem korporativnog upravljanja je karakterističan za Veliku Britaniju, SAD i Australiju. Ovaj sistem se bazira na velikoj disperziranosti vlasništva (čije pojedinačni vlasnički udio obično ne prelazi 3%), u kojoj se vlasnici ponašaju prije svega kao aktivni učesnici na tržištu kapitala, prije nego investitori sa dugoročnom vizijom razvoja kompanije u koju ulaže (Agulera, 2004, p. 6). Vlasnici u anglo-saksonskom sistemu se oslanjaju prvenstveno na strategiju izlaza (prodaju svojih akcija ukoliko nisu zadovoljni kvalitetom rada menadžmenta) prije nego glasa (glasanjem na Skupštini akcionara za smjenu menadžmenta) kada je u pitanju njihov uticaj na rad menadžmenta. Naime, u ovim sistemima postoje izuzetno sofisticirani korporativni instrumenti kao i institucionalni mehanizmi, nezavisnih članova borda, eksternih revizora, razvijenog tržišta kapitala, tržišta menadžera, sistema plaćanja menadžera u skladu sa kvalitetom ostvarenih rezultata odnosno bonusa ili prisilno preuzimanje firme, što sve utiče na usklađivanje interesa menadžmenta sa interesima vlasnika, bez potrebe velikog uplitanja vlasnika u rad menadžmenta. Međutim i pored sofisticiranih instrumenta koji postoje u funkciji konvergiranja interesa vlasnika sa interesom menadžmenta osnovni konflikt postoji i ostaje između jakih menadžera koji su često i sami vlasnici određenog dijela kompanije i visoko disperziranih vlasnika.

Sa druge strane, **Evropski, kontinentalni** ili tzv. „insider“ sistem predstavlja tip korporativnog upravljanja u kojima je sekundarno tržište prilično nerazvijeno, a gdje je koncentracija vlasništva značajna (sa prosječnim vlasničkim učešćem u rasponu od 10%-20%), sa posebnim naglaskom na mogućnost njihovog direktnog uticaja na menadžment kompanije. Sa druge strane, ovaj sistem karakteriše slaba razvijenost tržišta kapitala, kao i nedostatak sofisticiranih instrumenata korporativnog upravljanja, a osnovni izvor konflikta se javlja između većinskih vlasnika i malih akcionara, uslijed slabe institucionalne zaštite manjinskih akcionara.

U kontinentalnom sistemu ne postoji razvijen sistem podsticajnih instrumenata korporativnog upravljanja bilo internih ili eksternih, tj. kod ovog sistema nije razvijeno tržište menadžera, kada postoje bonusi i kompenzacije menadžmenta oni nisu na nivou u SAD i UK, a nasilno preuzimanje kompanija od strane konkurenata koji ostavruju kvalitetnije poslovanje je veoma rijetko. Takođe je karakteristično da i u okviru evropskog tipa korporativnog upravljanja postoje podgrupe koje se uglavnom odnose na različiti institucionalni identitet većinskog vlasnika. Naime, u slučaju Njemačke i Japana većinski vlasnici su uglavnom iz finansijskog sektora, koji su u isto vrijeme i najveći finansijeri tih kompanija, dok je u slučaju Skandinavskih zemalja, kao i kod Italije i Španije porodično vlasništvo najizraženije. Imajući u obzir razvijenost tržišta kapitala, nivo njegove likvidnosti, visok nivo vlasništva u postprivatizacionom periodu (Top 1 u prosjeku je iznad 45% od 2004. do 2010.), evidentno je da Crna Gora ima izražen drugi, kontinentalni tip korporativnog upravljanja.

Pretpostavka, imajući u vidu iskustva zemalja u tranziciji, da će se sa direktnom promjenom vlasništva kompanija, završetkom procesa porivatizacije, kao i privlačenjem stranog kapitala direktno implementirati kvalitetan i jak institucionalni okvir, kao i praksa korporativnog upravljanja, pokazala se kao netačnom. Implementacija principa korporativnog upravljanja u tranzicionim ekonomijama predstavlja gradualistički proces koji prije svega zavisi od jačine institucija, kvaliteta implementacije zakonodavstva, upliva prakse različitih zemalja kroz priliv stranih direktnih investicija, brzine razvoja sekundarnog tržišta, itd. Za sada, tranzicione zemlje se pridržavaju većinskog vlasništva, kao predominantnog instrumenta koji omogućava kvalitetan nadzor menadžmenta.

Izuzetak od pravila nije ni Crna Gora. I pored značajnog napora na kreiranju regulative, koja omogućuje prije svega nesmetan rad kompanija i njihovih upravnih organa, ipak, činjenica je da u uslovima još uvijek nerazvijenog tržišta kapitala i njegove niske likvidnosti, nerazvijenosti finansijskih instrumenata i institucija, crnogorske kompanije se razvijaju u pravcu zaduživanja kod finansijskog sektora, prije nego dodatne emisije akcija. Oslanjanjem na finansijski sektor i dugoročne izvore finansiranja privatni sektor se zasniva na zatvorenim tipovima kompanija poput DOO prije nego akcionarskih društava, gdje ne postoji razdvajanje menadžmenta od vlasništva, dok i u akcionarskim društvima, posebno kao posljedica MVP-a dominira većinsko vlasništvo koje prevazilazi 50% vrijednosti akcija najvećeg akcionara. U tom pravcu, možemo reći da i crnogorske kompanije

koriste većinsko vlasništvo, kao najuticajniji instrument korporativnog upravljanja. Perspektiva je da će sa razvojem finansijskih tržišta, efikasnijim pravosudnim sistemom i generalno rastom kompanija koje se ne mogu oslanjati samo na dugoročne izvore finansiranja, doći i do „razvodnjavanja“ vlasništva i većeg oslanjanja na interne korporativne mehanizme.

3. Kreiranje indeksa korporativnog upravljanja

Cilj ove empirijske analize ne predstavlja kvalitativnu analizu zakonskog ili institucionalnog okvira korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, već empirijski pristup utvrđivanja koliko poštovanje osnovnih OECD principa korporativnog upravljanja realno utiče na profitabilnost preduzeća u Crnoj Gori.

Tokom 2009. godine Centralna banka Crne Gore je distribuirala Upitnik prema 62 najveća akcionarska društva u Crnoj Gori (mjereno veličinom ukupne imovine), sa ciljem dobijanja odgovora od 50 kompanija u skladu sa standardnim ROSC – staviti listu skraćenica na početku intervjuima, koji analizu kvaliteta korporativnog upravljanja na nacionalnom nivou, bazira na odgovorima 50 velikih akcionarskih društava u jednoj zemlji. Odgovore smo dobili od 41 kompanije, tj, stopa izlaznosti je bila 66,1%, što je zadovoljavajuća izlaznost, mada manja od targetirane.

Upitnik se sastojao od 85 pitanja i u velikoj mjeri prati pitanja odnosno kriterijume ROSC izvještaja o kvalitetu korporativnog upravljanja na nacionalnom nivou. Pitanja su podijeljena u pet osnovnih sekcija, koje prate OECD-ove Principe korporativnog upravljanja.

Prva sekcija pitanja se odnosi na osnovna prava akcionara, koja se sastoje od čitavog sistema podprincipa. Prvi podprincip se odnosi na ostvarenje osnovnih prava akcionara poput načina i metoda registracije akcija, dobijanje tačnih i relevantnih informacija, koje se tiču sastanaka akcionara, prisustvovanje Godišnjem sastanku akcionara, način biranja članova borda direktora i odlučivanje o načinu podjele profita kompanije. Drugi podprincip se odnosi na mogućnost uticaja akcionara na sadržinu osnovnih dokumenata kompanije, kao i na davanje saglasnosti na emisiju dodatnih akcija, relativni uticaj akcionara pri odlučivanju o prodaji kompanije. Treći podprincip se odnosi na mogućnost da akcionari imaju

nesmetan pristup informacijama, koje se odnose na njihova prava, način glasanja na skupštini, postovanje principa proporcionalnosti relativne snage pri glasanju u odnosu na broj posjedovanih akcija, itd.

Druga sekcija pitanja se odnosi na princip jednakog tretmana akcionara. Ovaj princip se posebno odnosi na čin postupanja prema manjinskim akcionarima, akcionarima koji su stranci, itd. Podprincipi ovog principa se odnose na činjenicu da bilo koja promjena u načinu glasanja akcionara mora biti izglasana od strane akcionara, da je moguće vršiti posredno glasanje preko predstavnika, da članovi borda moraju da dostave akcionarima sve neophodne dokumente koji bi uticali na glasanje akcionara, itd.

Treća sekcija pitanja se odnosi na OECD-ove princip tretmana „stakeholdera“. Prema ovo principu institucionalni okvir za korporativno upravljanje mora da uzme u obzir i ciljeve poput kreiranja novih zaposlenja, kairanje uslova za stvaranje finansijski zdravih preduzeća, dok kompanije pored finansijskih ciljeva treba da obraćaju pažnju i na ciljeve „stakeholdera“ (zaposleni, država, šira javnost, itd).

Četvrta sekcija pitanja se odnosi na pitanje transparentnosti i slobodnog davanja informacija o radu kompanije. Prema ovom principu postoji čitav niz podprincipa koji se odnose na davanje informacija o ciljevima kompanije, načinu glasanja, informacije o direktorima borda i višem menadžmentu, njihovim zaradama, bonusima i izborima, transparentnost informacija o strukturi kompanije, politikama kompanije, finansijskim izvještajima, koji trebaju biti revidirani od strane nezavisnih revizora, gdje bi se svaka informacija pružala na vrijeme i svim potrebnim stakeholderima.

Poslednja, peta sekcija pitanja se odnosi na odgovornosti borda direktora. Ovim principom se propisuje način na koji bord direktora treba da radi u smislu njihovog monitoringa menadžmenta, načina rješavanja konflikta između većinskih i manjinskih akcionara, rad u najboljem interesu akcionara, efikasnu selekciju, smjenu i rezibor višeg menadžmenta, efikasno rješavanje konflikata na nivou menadžmenta, obezbijedenje kvalitetnog finansijskog izvještavanja, biranja nezavisnog revizora, itd.

Međutim za razliku od ROSC izvještaja čiji osnovni cilj predstavlja utvrđivanje realnog stanja korporativnog upravljanja na nacionalnom nivou, kao i davanja preporuka, osnovni cilj našeg istraživanja predstavlja kvantifikaciju rezultata analize kreiranjem indeksa korporativnog upravljanja i mjerenjem nivoa uticaja ovog indeksa koji aproksimira kvalitet korporativnog upravljanja na poslovanje preduzeća.

Jedan od najvećih izazova je bio kreiranje adekvatnog indeksa korporativnog upravljanja, koji treba da reflektuje kvalitet prakse korporativnog upravljanja na nivou preduzeća-kompanije. U tom pravcu, imajući u vidu da trenutno ne postoji unificirana formula za izračunavanje kreditnog rejtinga odnosno indeksa. Naime komercijalne agencije za određivanje rejtinga korporativnog upravljanja (FTSE, Governnace Metrics International, Corporate Library, Institutional Shareholder Services, S&P, ITD) koriste individualni dizajn za kreiranje indeksa korporativnog upravljanja, koji su dati u tabeli 2.1:

Tabela 2.1: Način rangiranja najpoznatijih agencija za indeksaciju kvaliteta korporativnog upravljanja

Player & Product	Sistem ocjene	Izvor Informacija	Pristup izvještajima	Ko placa troškove
Governance Metrics International -- GMI	1-10 (1=nisko, 10=visoko) dizajnirano na principu 7 kategorija plus ukupni skor ; 600 varobjli koji se odnose na internu i eksternu kontrolu poslovanja, socijalnu odgovornost, odgovornost i rad menadžera, itd.	Osnovno rangiranje: Javne informacije o kopmanijama njihovi web site-ovi. Detaljno Rangiranje: korištenje neobjavljenih materijala i finansijkih izvještaja i dokumenata kompanija, intervjui sa menadžerima	Osnovno rangiranje za kompaniju je besplatno, ali pojednični izvještaj o svakoj od 600 varijabli košta u prosjeku 1000 dolara po izvještaju	Institucionalni investitori, osiguravajuća društva, pretplatnici, kompanije koja se ocjenjuje, uglavnom do 50,000 dolara to \$50,000.
Institutional Shareholder Services -- Corporate Governance Quotient (CGQ)	0-100 (0=nisko , 100=visko) rangiranje na kompanijskom nivou, 61 varijabla koja se odnosi na kvalitet revizije, transparentnost rada izvršnih direktora i borda direktora, bonusa mendžmenta, itd.	Javne informacije o kopmanijama njihovi web site-ovi .	Jedino kompanija koja se rangira ima besplatan pristup, kao i redovni pretplatnici, ostali zainteresovani moraju platiti pristup informacije	Pretplatnici, koji su uglavnom veliki institucionalni investitori, cijena se kreće od 18.000-100.000 dolara

Tabela 2.1: Način rangiranja najpoznatijih agencija za indeksaciju kvaliteta korporativnog upravljanja - nastavak tabele

Player & Product	Sistem ocjene	Izvor Informacija	Pristup izvještajima	Ko plaća troškove
Standard & Poor's – Corporate Governance Scores	1-10 (1=nisko, 10=visoko) i sastoji se od 4 perspektive osnovna prava akcionara i vlasnička struktura, prava stejkholdera, objavljivanje informacija i struktura Borda Direktora	Javne informacije o kompanijama njihovi web site-ovi. korištenje neobjavljenih materijala i finansijskih izvještaja i dokumenata kompanija, intervjui sa menadžerima	Kompanija besplatno ocjenu, dok ukoliko želi može zahtjevati da se postavi na sajtu S/P koji će biti dostupan svima, ukoliko nisu zadovoljni sa izvještajem kompanije ima pravo da traži da se izvještaj ne objavljuje.	Kompanija plaća od 50-150.000 dolara u zavisanosti od veličine kompanije

Izvor: Investor Relation Update, 2009

U našem istraživanju je primijenjen princip rejtingovanje ROSC-a, koje ima pet različitih kategorija, i koje su sa kvalitativnog aspekta vrše analizu kvaliteta implementacije određenog principa korporativnog upravljanja. Tako smo 5 kategorija („observed“, „largely observed“, „partially observed“, „materially not observed“ i „not observed“) sa kvalitativnog nivoa materijalizovali kroz sistem ocjena, slično komercijalnim kompanijama za rejtingovanje. Prema definiciji ROSC-a, **Observed** - predstavlja kategoriju koja podrazumijeva da su svi potrebni kriterijumi u implementaciji jednog principa korporativnog upravljanja u potpunosti ispunjeni i da se implementiraju. **Largely observed** - predstavlja kategoriju koja se dodjeljuje, ukoliko postoji snažna volja odgovornih institucija da primejenu sva potrebna sredstva za ispunjenje određenog principa, ali ipak postoje određeni nedostaci u implementaciji. **Partially observed** - znači da iako postoji legalni i regulatorni okvir za implementaciju određenog principa, u praksi postoji značajno odstupanje od njegove implementacije i **Materially not observed** - pretpostavlja situaciju u kojoj iako postoji institucionalni okvir za implementaciju određenog principa, ipak ne postoje čvrsti dokazi o njegovoj implementaciji. **Not observed** - podrazumijeva kategoriju kojom se karakteriše potpuno odsustvo implementacije određenog principa korporativnog upravljanja, kao i nepostojanje indicija da će se raditi na njegovoj institucionalizaciji u dugom roku.

U istraživanju smo eliminisali kategorije *materially not observed* i *largely observed* i stavili ih u kategorije *partially observed* i *observed*, kako bi skala ocjenjivanja bila

što oštrija, tj. kako bi se napravila jasnija razlika između ocjena implementiranosti principa korporativnog upravljanja. Iz ovog proizilazi da si lošije kategorije stavila u bolje. Sledeći korak je predstavljala kvanifikacija kvalitativnih ocjena, tako da je kategorija Observed dobila 2 boda, Partially Observed 1 bod a Not Observed je dobio kvantitativnu karakteristiku 0 bodova. Svih 80 pitanja koja se mogu kvantifikovati (par pitanja su opšteg tipa, naziva kompanije, broja akcionara, itd. nema smisla kvantifikovati), a koja se nalaze u Upitniku se u velikoj mjeri prate standardnu ROSC analitiku kvaliteta upravljanja na nacionalnom nivou i mogu se svesti u pet osnovnih oblasti: (i) osnovne institucionalne pretpostavke za implemetaciju korporativnog upravljanja, (ii) osnovna prava i odgovornosti vlasnika akcija i osnovne funkcije vlasnika kapitala, (iii) jednak tretman akcionara, (iv) uloga „stakeholdera“ i (v) principi otvorenosti i transparentnosti.

Svaka kompanija je po osnovu svakog pitanja prvo kvalitativno, a zatim kvantitativno ocijenjena. Postojala je sugestija da se određeni principi korporativnog upravljanja, koji se prije svega odnose na ulogu i odgovornosti borda direktora, kao i odnos prema stakeholderima budu blaže ocijenjeni (tj. da se raspon ocjene umjesto 0-2, za taj set principa bude u rasponu od 0-1), s obzirom da oni predstavljaju prilično napredne aspekte korporativnog upravljanja od kojih se ne očekuje da budu implementirani u tranzicionim ekonomijama, kojima pripada i Crna Gora . Međutim, upravo iz želje da se napravi jasna razlika između kompanija koje su veoma odgovorno pristupili simultanom ispunjenju korporativnih principa i onih koji zadovoljavaju samo osnovne principe, zadržali smo iste kriterijume ocjenjivana za svih 80 pitanja iz upitnika.

3.1. Set nezavisnih varijabli korištenih u linearnom modelu

U linearnom modelu procijenjenom metodom najmanjih kvadrata, kao ekspanatorne varijable smo koristili set nezavisnih varijabli koji se standardno koristi u modelu uticaja kvaliteta korporativnog upravljanja na performanse preduzeća (Ertugrul and Hedge, 2005; Javed and Iqbal, 2006)

„SIZE“ (VELIČINA) – predstavlja veličinu kompanije, koja je aproksimirana veličinom ukupne imovine preduzeća iz 2009. godine. Generalna je pretpostavka da će kompanije sa većom imovinom imati razvijeniju strukturu korporativnog upravljanja i da će pažljivije poštovati principe OECD-a, sa posebnim naglaskom na transparentnosti rada borda i transparentnosti finansijskih izvještaja. Tako da

je osnovna hipoteza da će predznak u estimaciji biti pozitivan. Prema Black et al. (2003), u ovom slučaju postoji problem endogenosti. Naime, pretpostavka je da bolja praksa korporativnog upravljanja dovodi do boljih poslovnih rezultata, koji se reflektuju na tržišnu vrijednost firme, odnosno njenu veličinu, dok sa druge strane sa rastom kompanije se mora primjenjivati bolja korporativna praksa. Na žalost imajući u vidu da imamo cross section podatke, uz premali broj observacija za kreiranje kvalitetnih instrumentalnih varijabli koji bi kontrolisali endogenosti, iako smo je svjesni, na nju na žalost ne možemo direktno uticati.

„BOARD_SIZE“ (VELIČINA BORDA DIREKTORA) - predstavlja drugu kontrolnu varijablu, koja predstavlja proxy za veličinu borda direktora. Naime, osnovna je pretpostavka da one kompanije koje imaju veći broj direktora u bordu imaju bolju perspektivu i bolji nadzor menadžmenta, koji bi u dugom roku trebao da ima pozitivan uticaj na performanse preduzeća, tako da i u slučaju ove kontrolne varijable pretpostavljamo da će predznak biti pozitivan.

„MEETINGS“ - predstavlja treću kontrolnu varijablu koja bi trebala da kontroliše broj sastanaka borda direktora, koji su održani tokom 2009. godine. Osnovna je pretpostavka da one kompanije koje su imale veći broj sastanaka odbora u isto vrijeme imaju i odgovorniji odnos prema nadgledanju menadžmenta, što sve ima povratni pozitivan uticaj na performanse preduzeća, tako da i u slučaju ove varijable se očekuje pozitivan predznak.

„Dummy-BANKING SECTOR“ - predstavlja ekspanatornu varijablu koja bi trebala da izoluje uticaj banaka. Naime, u uzorku od 41 kompanije nalaze se i 9 banaka, koje imaju specifičnu regulativu u odnosu na realni sektor (sa posebnim naglaskom na Bazel II i Bazel III principe). Drugi razlog za kontrolisanje ove varijable je činjenica da u tranzicionim ekonomijama banakarski sektor institucionalno se mnogo brže razvija od privatnog sektora, tako da je osnovna pretpostavka da banke imaju kvalitetniju praksu korporativnog upravljanja od ostatka privatnog sektora. Posljedično i kod ove varijable se očekuje da će imati pozitivan predznak.

AKCIONARI - predstavlja varijablu koja označava broj akcionara u akcionarskom društvu, a koji posredno određuje kvalitet poštovanja osnovnih prava akcionara. U kompanijama sa velikim brojem akcionara, a gdje je evidentno nepostojanje alternativnih instrumenta korporativnog upravljanja, koji na mnogo

efikasniji način mogu da vrše monitoring rada menadžmenta, kreiranje snažnih velikih akcionara predstavlja prelazno rešenje, koje može da riješi problem aktivnog monitoringa menadžmenta. Imajući u vidu nerazvijenost naših instrumenata korporativnog upravljanja kao i relativnu nerazvijenost sekundarnog tržišta, atomizirani akcionari u našim uslovima ne mogu efikasno vršiti nadzor menadžmentate možemo očekivati negativan predznak ispred ove varijable u linearnom modelu estimovanog metodom najmanjih kvadrata. Model koji je predmet naše OLS estimacije je:

$$ROA = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot D3SIZE + \hat{\beta}_2 \cdot D3BOARD_SIZE + \hat{\beta}_3 \cdot MEETINGS + \hat{\beta}_4 \cdot CG_RATING + \hat{\beta}_5 \cdot Dummy_Industries$$

Imajući u vidu da se radi o uzorku sa svega 41 observacijom iz 2009. godine, primjena 2SLS ili 3SLS kojim bi se mogli iskoristiti instrumenti, a kojim bi se mogla izolovati potencijalna endogenost indeksa korporativnog upravljanja i performansi preduzeća u ovom slučaju nije moguća. Stoga je na raspolaganju jedino OLS univarijantni model, kojim će se dobiti, barem, intuitivni odgovor na pitanje uticaja indeksa korporativnog upravljanja na performanse preduzeća u Crnoj Gori.

3.2. Empirijski rezultati uticaja kvaliteta korporativnog upravljanja na performanse preduzeća u Crnoj Gori-OLS Estimacija

U tabeli 2.2 je predstavljena sumarna sataistika varijabli koje su estimovane modelom:

Tabela 2.2: Sumarna statistika varijabli korištenih u modelu

Varijable	Broj Observacija	Srednja Vrijednost	Standardna Devijacija	Minimalna vrijednost	Maksimalana vrijednost
CGR-Rejting korporativnog upravljanja	36	63,33	12,09	35	89
SIZE-VELIČINA	36	9,10e+07	2,25e+08	213	1,13e+09
BOARD_SIZE	36	4,02	2,131,212	1	9
MEETINGS	36	9,7	4,963,358	3	18
ROA-Return on Asset	36	-0,52	0,3	-1,85	0,02
ROE-Return on Equity	36	0-,19	0,42	-1,7	,08
AKCIONARI	36	1,274	2,661	1	14410

Izvor: kalkulacije CBCG 2010

Tabela 2.3: Korelaciona matrica varijabli korištenih u modelu

	ROA	CGR	Akcionari	SIZE - velicina	BOARD SIZE - velicina borda	Sastanci
ROA	1					
CGR	-0.1778	1				
Akcionari	-0.3051	0.1815	1			
SIZE - velicina	0.0706	-0.0752	-0.1820	1		
BOARD SIZE - velicina borda	0.0022	-0.0270	-0.1161	-0.0198	1	
Sastanci	0.2349	0.2503	-0.2815	0.0416	0.2923	1

Izvor: kalkulacije CBCG 2010

Kao što se može vidjeti iz sumarne statistike od maksimalnih 160 bodova koliko je moguće dobiti u slučaju da je svaki kriterijum iz upitnika označen kao implementiran, (puna implementiranost po svakom kriterijumu), maksimalna vrijednost indeksa bi bila 89 poena, dok je najmanji broj poena imala kompanija koja je imala svega 35 poena. S obzirom da je analiza bazirana na agregatnom nivou, možemo navesti da je od top 5 kompanija sa najvećim brojem indeksnih poena, čak su 4 iz sektora bankarstva, uključujući i kompaniju sa najvećim brojem poena.

Tabela 2.4: OLS robust standard errors estimacija linearnog modela uticaja kvaliteta korporativnog upravljanja na performance preduzeća

Zavisna varijabla: ROA-RETURN ON ASSET	Koeficijent	Standardna Greska	t-vrijednost	Vjerovatnoća
CGR-Corporate Governance Rating	0,002	.001	1,56	0.13
AKCIONARI	-0.000017	.00001	-1,28	0.21
SIZE-veličina kompanije	5.89*10 ⁻¹¹	6.47e-11	0,91	0.37
BOARD SIZE-veličina borda direktora	0.013*	.0069	1,82*	0.074
MEETINGS	-0.004	.0032	-1,23	0.23
1 INDUSTRIJA	-0.095	.061	-1,55	0.13
6 INDUSTRIJA	-0.045	.052	-0,87	0.39
7 INDUSTRIJA	0.039	.050	0,77	0.45
8 INDUSTRIJA	0.023	.040	0,58	0.56
KONSTANTA	-0.178	.088	-2,01	0.056
R SQUARED	0,23			

Izvor: kalkulacije CBCG 2010

Kao što se može vidjeti iz tabele 2.4 uticaj rejtinga korporativnog upravljanja na performanse preduzeća je pozitivan, ali nesigantan (mjereno do $\alpha: 0,1$ nivoa signtifikantnosti). Veličina kompanije, slično kao i rejting ima pozitivan nesigntifikantan uticaj na performanse preduzeća. Jedina signtifikantna varijabla koja ima uticaj na nivo profitabilnosti preduzeća mjerenu koeficijentom povrata na imovinu (ROA) jeste veličina borda direktora, koja znači da one kompanije koje imaju veći bord direktora imaju bolji sistem monitoringa kompanija i njihovog menadžmenta, što pozitivno utiče na profitabilnost firme. Sa druge strane, suprotno pretpostavljenom, broj sastanaka borda ima negativan predznak, tj. negativno utiče na performanse preduzeća. Analiziranjem podataka na individualnom nivou je utvrđeno da su kompanije koje su tokom 2009. godine imale velik broj sastanaka borda direktora (do 18 na godišnjem nivou), nisu bili povezani sa ciljem uspostavljanja boljeg nadziranja rada menadžmenta, već zbog rešavanja internih problema koji su imali u redovnom poslovanju, pitanja viška radnika, tehnoloških viškova, itd. Stoga, ne čudi negativan predznak ispred varijable MEETINGS. Varijabla CGR koja se odnosi na indeks korporativnog upravljanja se nalazi na granici signtifikantnosti, prema kojoj rast indeksa od 10 poena utiče na rast profitabilnosti preduzeća od 0,2 procentnih poena mjereno koeficijentom povrata na imovinu.

4. Empirijski rezultati probit modela uticaja kvaliteta korporativnog upravljanja na performanse kompanija u Crnoj Gori

U cilju provjere robusnosti i konzistentnosti rezultata koji su dati OLS estimacijom iskoristili smo binarnu estimaciju – Probit model.

$$P(\text{Dummy_probit}=1) = \Lambda(\hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot D3size + \hat{\beta}_2 \cdot D3boardd_size + \hat{\beta}_3 \cdot meetings + \hat{\beta}_4 \cdot CG_rating + \hat{\beta}_5 \cdot \text{Dummy_finance})$$

Za vrijednost zavisne varijable u modelu smo se opredijelili za Dummy-Probit, koja uzima vrijednost 1 ukoliko je vrijednost ROA („Return on Asset“) veća ili jednaka jedinici, tj. ukoliko je kompanija poslovala sa dobitkom ili nije ostvarila negativan finansijski rezultat u 2009. godini. Osnovna pretpostavka koju želimo da procijenimo probit funkcijom je da li one kompanije koje su tokom 2009.

godine ostvarile pozitivan finansijski rezultat, u prosjeku imaju bolju ocjenu kvaliteta korporativnog upravljanja. U odnosu na OLS estimaciju smo iz probit modela izbacili dummy varijable koje kontrolišu postojanje različitih industrija, zbog postojanja visokog nivoa multikolinearnosti među njima. Stoga smo cjelokupni privatni sektor podijelili na finansijski i nefinansijski dio. Kao što smo već naglasili divergencija u brzini i nivou razvoja realnog sektora, u odnosu na finansijski sektor nas upućuje da moramo izolovati ovu specifičnu vrstu industrije sa aspekta kvaliteta implementacije korporativnog upravljanja. Rezultati probit estimacije su dati u tabeli 2.5.

Kao što se može vidjeti iz tabele 2.5 rezultati se ne razlikuju mnogo od rezultata koji su dobijeni OLS estimacijom, što ukazuje da postoji visoka konzistentnost rezultata bez obzira na specifikaciju.

Tabela 2.5: Probit model uticaja kvaliteta korporativnog upravljanja na performanse preduzeća

<i>Dummy_probit=1</i>	dz/dx	Standardana Greška	Z	P>z
CGR-Corporate Governance Rating	0.0087	0.005	1,62	0.106
AKCIONARI	-0.000047	0.00005	-0,92	0.359
SIZE-VELIČINA KOMPANIJE	3.44e-10	3.29e-10	1,05	0.296
BOARD SIZE-veličina borda direktora	0.035	0.025	1,39	0.168
MEETINGS	-0.036**	0.018	-1,98**	0.047
FINANCE-DUMMZ	0.21	0.18	1,17	0.241

Slično kao i kod OLS estimacije broj održanih sastanaka odbora direktora ima negativan uticaj na performanse preduzeća, koji u kontekstu probit modela može da se objasni da je veća vjerovatnoća da one kompanije koje imaju više sastanaka borda ostvaruju gori (negativan) poslovni rezultat. Rezultati probit modela ukazuju da rast indeksa korporativnog upravljanja za 10 poena u prosjeku dovodi do rasta profitabilnosti od oko 0,1 procentnih poena vrijednosti ROA. Ovaj efekat nije prevelik, ali nije ni za ignorisanje. Tako da generalni zaključak iz probit funkcije koji možemo izvesti je da korporativno upravljanje ima evidentan pozitivan efekat na kvalitet poslovanja preduzeća, ali da taj uticaj još uvijek nije signifikantan. Kao i kod OLS estimacije, varijabla AKCIONARI, koja predstavlja *proxy* za broj akcionara, ima negativan predznak, odnosno negativan uticaj na profitabil-

nost preduzeća, što intuitivno ukazuje da Crna Gora nema razvijene instrumente korporativnog upravljanja, te da visoka koncentracija vlasništva za sada predstavlja efikasan mehanizam monitoringa menadžmenta preduzeća, koja dovodi do boljeg poslovanja preduzeća. Pozitivan predznak ispred FINANCE_DUMMY ukazuje da one kompanije koje pripadaju finansijskom sektoru, u prosjeku, imaju bolje poslovne rezultate od realnog sektora.

5. Zaključak

Trenutno postoji veoma razvijena literatura sa empirijskim zaključcima koja se odnosi na uticaj korporativnog upravljanja na vrijednost i poslovanje firme. Sa druge strane, postoji veoma ograničen broj studija koji se bavi istom tematikom, a koji se odnosi na tranzicione ekonomije. Osnovni zaključak je da instrumenti korporativnog upravljanja imaju pozitivan uticaj na profitabilnost kompanija, pri čemu empirijska literatura kako tranzicionih tako i razvijenih ekonomija nema konačan zaključak da li većinsko vlasništvo ima pozitivan, negativan ili neutralan odnos prema vrijednosti firme. Posmatrajući praktični aspekt primjene osnovnih principa OECD-a korporativnog upravljanja u poslovnoj praksi crnogorskih kompanija, osnovni cilj analize je bio da sa praktičnog aspekta korporativnog upravljanja u crnogorskim firmama utvrdimo njegov relativni uticaj na poslovanje preduzeća. Generalni zaključak je, imajući u vidu nivo indeksa korporativnog upravljanja, da su crnogorska preduzeća tek u začetku implementiranja osnovnih korporativnih instrumenata iako su osnovni principi, koji se odnose na institucionalne osnove, kao i poštovanje osnovnih prava akcionara uglavnom prisutni. Sa druge strane, evidentno je da prava manjinskih akcionara često nisu na najadekvatniji način ispoštovana, da praksa izbora direktora borda je takođe veoma problematična, a još ne postoji svijest o stakeholderskom pristupu korporativnom upravljanju. Konačno, iz empirijske analize utvrđeno je da nedvosmisleno postoji pozitivan efekat kvaliteta korporativnog upravljanja na profitabilnost crnogorskih preduzeća, pri čemu iako taj uticaj još uvijek nije signifikantan, svakako se ne može nazvati zanemarljivim.

Spisak korišćene literature

1. Aguilera, Ruth V. and Jackson, Gregory (2003) 'The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants', *Academy of Management Review*, 28(3): 447-465.
2. Berle, A.A. and G. Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
3. Bhagat, Sanjai, Dennis Carey and Charles Elson, 1999, Director ownership, corporate performance, an management turnover, *The Business Lawyer* 54.
4. Bhagat, S. and B. Black, 2002, „The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance,“ *Journal of Corporation Law* 27, 231-273.
5. Black, Bernard, 1990, Shareholder passivity reexamined, *Michigan Law Review* 89, 2550.
6. Black, B. S., Jang, W., Kim, W., 2004, .Does Corporate Governance Predict Firms. Market Values? Evidence from Korea., *Stanford Law School, Working Paper No. 237*
7. Fama, Eugene F., 1980, Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
8. Friedman A., Miles S. (2002), *Developing Stakeholder Theory*, *Journal of Management Studies*, Vol. 39, No. 1, pp. 1-21.
9. Hermalin, B. and M. Weisbach, 1988, „The Determinants of Board Composition,“ *The RAND Journal of Economics* 19, 589-606.
10. Hermalin, B. and M. Weisbach, 1991, „The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance,“ *Financial Management* 20, 101-112.
11. Hutton W. (1995) *The State We're In*, Jonathan Cape: London.
12. Lin, J. W., Li, J. F., Yang, J. S., 2006. The effect of audit committee performance on earnings quality. *Managerial Auditing Journal* 21 (9), 921
13. McGee, Robert W. (2008). *Corporate Governance in Transition Economies*, *Corporate Governance in Transition Economies*. New York: Springer, pp. 3-20.
14. McConnell, J. and Servaes, H., 1990, „Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value,“ *Journal of Financial Economics* 27, 595-613.
15. Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., 1988, „Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,“ *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.

16. Pearce, J. A., II and Zahra, S. A., 1991. *The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance*, *Strategic Management Journal*, 12, 135-153
17. OECD (1999). *OECD Principles of Corporate Governance*, the Organization for Economic Co-operation and Development from <http://www.oecd.org//daf/governance/principles.htm>

Aneks

Upitnik distribuiran crnogorskim akcionarskim društvima

1	Naziv i sjedište kompanije _____
2	Ime respondenta? _____ Rod M/Ž (zaokružiti odgovarajući izbor)
3	Pozicija respondeta u kompaniji ?
4	Djelatnost kompanije
5	Koliko akcionara/vlasnika ima vaša kompanija ?
6	Koliko direktora ima u odboru kompanije ?
7	Da li je broj sastanaka Skupštine akcionara zakonski regulisan? <input type="checkbox"/> Da, <input type="checkbox"/> Ne, <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
8	Kako se najavljuje Skupština akcionara? (<i>Molimo odaberite odgovarajući/e odgovor/e</i>) <input type="checkbox"/> Stranica kompanije <input type="checkbox"/> Javni mediji (elektronski i štampani) <input type="checkbox"/> Elektronska pošta <input type="checkbox"/> Pismom preko pošte <input type="checkbox"/> Telefonom <input type="checkbox"/> Ostalo (molim pojasniti)

9	<p>Koliko unaprijed (vremenski) se najavljuje Skupština akcionara? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> 1 nedjelju</p> <p><input type="checkbox"/> 2 nedjelje</p> <p><input type="checkbox"/> 1 mjesec ili više</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim pojasniti)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
10	<p>Da li se dnevni red Skupštine i sastanak Skupštine akcionara najavljuju istovremeno? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Da,</p> <p><input type="checkbox"/> Ne,</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
11	<p>Koje informacije, osim datuma i lokacije, se najavljuju u vezi Skupštine Akcionara ? <i>(Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Dnevni red</p> <p><input type="checkbox"/> Predmeti koji će se odobravati u sastanku</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim pojasniti)</p>
12	<p>Koji procenat (%) akcija je potreban da se dodatna tačka stavi u dnevni red Skupštine Akcionara ? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> 10%</p> <p><input type="checkbox"/> 25%</p> <p><input type="checkbox"/> 33%</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo _____% (molimo pojasniti)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
13	<p>Koji procenat članova odbora u prosjeku prisustvuje (lično ili preko poslanika) na sastancima Odbora direktora? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Preko 50%</p> <p><input type="checkbox"/> 100%</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molimo pojasniti)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>

14	Koliko često se Odbor direktora sastaje tokom godine? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i> <input type="checkbox"/> Mjesečno, <input type="checkbox"/> Tromjesečno <input type="checkbox"/> Tri puta, <input type="checkbox"/> Dva puta <input type="checkbox"/> (Drugo)
15	Koliko je održano sastanaka Odbora tokom 2009? _____
16	Da li vaša kompanija ima sistem kazni za članove koji ne prisustvuju sastancima Odbora direktora? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i> <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
17	Sa kojim kaznama se suočavaju članovi koji ne prisustvuju u sastancima Odbora? <i>(Molimo za objašnjenje)</i>
18	Koji % akcija sa pravom glasa su potrebne da bi se mogli birati/smenjivati članovi Odbora? <i>(Molim odaberite odgovor)</i> <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna <input type="checkbox"/> 50%+1 <input type="checkbox"/> _____% (drugo)
19	Osim akcionara,ko prisustvuje Skupštini akcionara ? <i>(Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e)</i> <input type="checkbox"/> CEO <input type="checkbox"/> Viši menadžer ili menadžeri? <input type="checkbox"/> Unutrašnji revizor ili predstavnik unutrašnje revizorske komisije <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna <input type="checkbox"/> Ostalo (Molimo objasnite)

20	<p>Osim akcionara, ko još ostvaruje pravo na deo dobiti kompanije? (<i>Molim odabrati odgovarajući/e odgovor/e</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Upravnici</p> <p><input type="checkbox"/> Radnici</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim razjasnite)</p>
21	<p>Koji % akcija (odnosno glasova) treba da se saglasi da bi se izmijenio Statut? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p> <p><input type="checkbox"/> 50% + 1</p> <p><input type="checkbox"/> 2/3</p> <p><input type="checkbox"/> _____ % (Ostalo, molim razjasnite)</p>
22	<p>Koji % akcionara treba da se saglase da bi se odobrila integracija/kupo-prodaja kompanije? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p> <p><input type="checkbox"/> 50% + 1</p> <p><input type="checkbox"/> 2/3</p> <p><input type="checkbox"/> _____ % (Ostalo, molimo pojasniti)</p>
23	<p>Ko određuje prodajnu cijenu akcija za manjinske akcionare koji se ne slažu sa prodajom ili otkupom kompanije?</p>
24	<p>Osim početnih akcija, da li je vaša institucija izdala (emitovala) akcije? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>

25	Koje procedure treba da se poštuju za emitovanje dodatnih akcija ? (<i>Molim opišite</i>)
26	Koliko Vaša kompanija ima članova Odbora direktora?
27	Da li su kompenzacione šeme za članove Odbora najavljene u Godišnjoj Generalnoj Skupštini Akcionara (GGS)? (<i>Molimo odabrati odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne
28	Ko odlučuje o kompenzacionim šemama za članove Odbora? (<i>Molim odaberite odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna, <input type="checkbox"/> Skupština akcionara <input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasnite)
29	Da li imate praksu objavljivanja (za širu javnost) zarada članova Odbora? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da <input type="checkbox"/> Da samo određenim regulatorskim/monitorskim telima <input type="checkbox"/> Ne
30	Da li se Odbor bavi: (<i>Molimo odabrati odgovor/e</i>) <input type="checkbox"/> Strategijom korporacije, <input type="checkbox"/> Velikim akcionim planovima, <input type="checkbox"/> Politikom rizika, <input type="checkbox"/> Godišnjim budžetom (zadnji datum odobravanja: _____) <input type="checkbox"/> Biznis planovima (zadnji datum odobravanja: _____) <input type="checkbox"/> Drugo

31	<p>Za koji period Odbor odobrava strategiju korporacije? (<i>Molim odaberite odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> 5 godina</p> <p><input type="checkbox"/> 10 godina</p> <p><input type="checkbox"/> __ Ostalo</p>
32	<p>Da li Odbor postavlja ciljeve (ciljne performanse) za upravnike? (<i>Molim odabrati odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
33	<p>Koje ciljne performanse za upravnike upotrebljava vaša kompanija ? (<i>Molim odaberati odgovor/e</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p> <p><input type="checkbox"/> Broj klijenta</p> <p><input type="checkbox"/> % tržišta</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molimo za pojašnjenje)</p>
34	<p>Da li imate razvijen sistem bonusa za menadžment? (<i>Molim odabrati odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>
35	<p>Na koji način funkcioniše sistem bonusa u vašoj kompaniji ?</p>
36	<p>Da li menadžeri posjeduju akcije kompanije? (<i>Molim odabrati odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>

37	<p>Da li najavljujete informacije koje se odnose na učešće upravnika u vlasništvo? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
38	<p>Da li su za široku javnost dostupni podaci o primanjima upravnika u vašoj instituciji? (<i>Molim odabrati odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da</p> <p><input type="checkbox"/> Da samo određenim regulatorskim/monitorskim telima</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>
39	<p>Da li postavljate jasan set ciljeva za članove Odbora? (<i>Molim odabrati odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovoriti na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
40	<p>Da li možete opisati koje ciljeve vaša institucija postavlja za članove Odbora?</p>
41	<p>Ko nadgleda implementaciju strateških planova, kvaliteta poslovanja korporacije i velikih kapitalnih troškova? (<i>Molimo odabrati odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Odbor direktora</p> <p><input type="checkbox"/> Viša uprava</p> <p><input type="checkbox"/> Oba, odbor direktora i viša uprava</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasnite)</p>

42	<p>Da li Upravni Odbor ima neke od sledećih Odbora? <i>(Molimo odabrati odgovor/e)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Revizorski Odbor,</p> <p><input type="checkbox"/> Odbor za plate,</p> <p><input type="checkbox"/> Odbor za imenovanja,</p> <p><input type="checkbox"/> Odbor za ocenjivanje rizika,</p> <p><input type="checkbox"/> Odbor za upravljanje rizikom,</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasnite)</p>
43	<p>Da li Odbor odlučuje o praksama upravljanja korporacijom? <i>(Molim odabrati odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
44	<p>Kako Odbor nadgleda prakse upravljanja korporacijom?</p>
45	<p>Da li je moguće da se glasa u odsustvu? <i>(Molim odabrati odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)</p>
46	<p>Kako akcionar glasa u odsustvu? <i>(Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Pošta (glasanje poštom)</p> <p><input type="checkbox"/> Ovlašćeni predstavnik (proksi glasanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasniti proceduru/metod)</p>
47	<p>Da li postoje troškovi prilikom glasanja u odsustvu? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)</p>

48	<p>Koji su troškovi glasanja u odsustvu? (<i>Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Administrativna taksa</p> <p><input type="checkbox"/> Komplicirane procedure</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasnite)</p>
49	<p>Da li vaša kompanija emituje više od jednog tipa akcija? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)</p>
50	<p>Koje tipove akcija emituje vaša kompanija? (<i>Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Obične</p> <p><input type="checkbox"/> Preferencialne akcije</p> <p><input type="checkbox"/> Akcije sa više glasova</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasnite)</p>
51	<p>Na koji način se odnosite prema problemima manjinskih akcionara?</p>
52	<p>Da li manjinski akcionari prisustvuju redovno na Skupštini Akcionara (više od polovine zakazanih Skupština)?</p>
53	<p>Da li vaša kompanija ima specijalne propise o tipu i načinu saradnje sa kompanijama u kojima direktori Odbora su ujedno i značajni akcionari ili zaposleni? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovoriti na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)</p>

54	Da li možete da objasnite politiku odnosno propise kompanije koja se odnosi na situacije u kojoj se saradnja ostvaruje sa drugom kompanijom u kojoj direktor Odbora je značajni akcionar ili radnik?
55	Da li vaša institucija ima politiku o saradnji sa kompanijama u kojim članovi uprave imaju značajan deo akcija? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i> <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)
56	Koja od sledećih grupa se smatra najznačajnijim stejkholderom odnosno „interesnom grupom“ vaše kompanije? <input type="checkbox"/> Kreditori <input type="checkbox"/> Radnici <input type="checkbox"/> Društvo <input type="checkbox"/> Ostalo (molim pojasniti)
57	Možete opisati šta vaša kompanija radi po pitanju razvijanja odnosa sa stejkholderima (interesnim grupama)?
58	Da li vaša kompanija ima predstavnika zaposlenih u Odboru? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i> <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
59	Da li možete da opišete proceduru odabira predstavnika zaposlenih u Odboru?

60	<p>Da li manjinski akcionari mogu imati predstavnika u Odboru?</p> <p><input type="checkbox"/> Da</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
61	<p>Koji procenat akcionarskih glasova je potreban za članstvo u Odboru? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> 50% + 1</p> <p><input type="checkbox"/> 2/3</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasniti)</p>
62	<p>Da li objavljujete finansijske izveštaje i rezultate poslovanja vaše kompanije? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)</p>
63	<p>Gdje objavljujete vaše finansijske izveštaje i rezultate poslovanja? <i>(Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Vaša stranica u internetu</p> <p><input type="checkbox"/> Publikacije/objave/pamfleti vaše kompanije</p> <p><input type="checkbox"/> Dnevne novine</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molimo pojasniti)</p>
64	<p>Da li objavljujete strateške ciljeve vaše kompanije? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>
65	<p>Na koji način objavljujete strateške ciljeve vaše kompanije?</p>

66	<p>Da li objavljujete imena vaših većih akcionara? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovoriti na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>
67	<p>Koji procenat vlasništva je potreban da bi se objavili podaci o vlasništvu akcionara? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> 5%</p> <p><input type="checkbox"/> Top 10 akcionara (sortirani: najviše do najmanje deonica)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo _____% (molim objasnite)</p>
68	<p>Da li objavljujete podatke o članovima Odbora? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>
69	<p>Koji podaci se objavljuju o članovima Odbora? (<i>Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Pun CV</p> <p><input type="checkbox"/> Njihove kvalifikacije,</p> <p><input type="checkbox"/> Pozicije direktora Odbora u drugim kompanijama,</p> <p><input type="checkbox"/> Proces odabiranja</p> <p><input type="checkbox"/> Plate</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo</p>
70	<p>Da li imate nezavisne direktore u vašem odboru? (Nezavisan znači nezavisan od upravnika i odakcionara) (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>
71	<p>Koliko nezavisnih direktora se nalaze u vašem Odboru?</p>

72	Kakav je brojčani odnos broja nezavisnih i ostalih direktora u Odboru kompanije?
73	Koji % vlasništva je dovoljan da bi se izglasalo smjenjivanje člana Odbora ili cjelokupnog Odbora prije isteka roka za reizbor?
74	Da li postojeći akcionari posjeduju pravo preče kupovine?
75	Koja je politika vaše kompanije za selekciju i smenjivanje izvršnih direktora?
76	<p>Koje računovodstvene standarde koristite da pripremite i objavite finansijske podatke vaše kompanije? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Lokalne</p> <p><input type="checkbox"/> Međunarodne</p> <p><input type="checkbox"/> Kombinacija lokalnih i međunarodnih</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molimo pojasniti)</p>
77	<p>Da li imate internog revizora/odbor revizora? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>
78	<p>Kome izveštava interni revizor/revizorski odbor? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Odboru direktora</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo</p>

79	<p>Da li je izveštaj internog revizora/revizorskog odbora diskutiran u sastancima odbora? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
80	<p>Koliko često imenujete novog eksternog revizora? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Svake godine</p> <p><input type="checkbox"/> Svake treće godine</p> <p><input type="checkbox"/> Imate istog eksternog revizora 3 i više godina</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molimo objasniti)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
81	<p>Kome izveštava eksterni revizor? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Akcionarima</p> <p><input type="checkbox"/> Odboru direktora</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p> <p><input type="checkbox"/> Drugo</p>
82	<p>Da li objavljujete vaše izveštaje nakon revizije? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>
83	<p>Gdje objavljujete vaše izveštaje nakon revizije? (<i>Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Stranica vaše kompanije,</p> <p><input type="checkbox"/> Novine kompanije,</p> <p><input type="checkbox"/> Dnevne novine,</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim razjasnite)</p>

84	Da li imate razvijenu politiku korporativnog upravljanja? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da (Ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
85	Da li je vaša politika za korporativno upravljanje, prema Vašem mišljenju, usklađena sa principima OECD-a? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da <input type="checkbox"/> Ne <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna