

*Здравко Тодоровић<sup>1</sup>*  
*Саша Бунџић<sup>2</sup>*  
*Игор Тодоровић<sup>3</sup>*

## Транспарентност у корпоративном управљању

### Transparency in corporate governance

#### Резиме

Значајан аспект корпоративног управљања односи се на транспарентност и објављивање података, који предузећа могу да јруже бројне предности у пословању и значајно допринесу стицању повјерења инвеститора. Међутим, ниска транспарентност је проблем у многим предузећима, посебно у земљама у транзицији, због специфичних државних околности и недостатака одговарајућег механизма за спровођење закона. Циљ истраживања је описати и анализирати начин на који предузећа у Републици Српској објављују информације корпоративног управљања на својим интернетским страницама, те анализирати значај транспарентности из перспективе корпоративног управљања, како би се идентификовали елементи овог процеса. На овај начин треба да се обезбеди догађајно побољшање и унапређење знања и разумевања транспарентности. Истраживање ће, поред анализе интернетских страница предузећа у Републици Српској, обухватити и предузећа из Хрватске и Србије, како би се могло поредити стање транспарентности са земљама у сличним културолошким и економским условима, те идентификовати сазнања о искуствима који

<sup>1</sup> Економски факултет, Универзитета у Бањој Луци, zdravko.todorovic@efb.org

<sup>2</sup> Студент другог циклуса студија, bunicsasa@gmail.com

<sup>3</sup> Економски факултет, Универзитета у Бањој Луци, igor.todorovic@efb.org

моћу помоћи у побољшању транспарентности. Поред тога, циљ је да се, уз помоћ резултата истраживања, установе најбоља рјешења за побољшање транспарентности предузећа, која могу користити менаџменту предузећа, инвеститорима, широкој јавности, те свим осталим учесницима у процесу корпоративног управљања и Републици Српској.

**Кључне ријечи:** корпоративно управљање, транспарентност, објављивање, регулација.

## Summary

*A significant aspect of corporate governance refers to the transparency and disclosure, which can provide numerous benefits to company's business and significantly contribute to gaining investors confidence. However, low transparency and disclosure is problem in many companies, especially in transition countries, due to specific market conditions and lack adequate mechanism for law enforcement. The aim of the research is to describe and analyze the way in which companies in the Republic of Srpska disclosure information about corporate governance on its website, and to analyze the importance of transparency of information from the perspective of corporate governance, in order to identify the elements of this process. This will try to ensure further improvement and advancement of knowledge and understanding of transparency. Research, in addition to analysis of website of companies in the Republic of Srpska, includes companies from the Croatian and Serbia, in order to compare the level of transparency with countries with similar cultural and economic conditions, and identify the experiences and practices that could help improve transparency. In addition, the aim is that, with the help of research results develop the best solutions to improve the transparency and disclosure of companies, which can be used by management companies, investors and the general public, and all other participants in the corporate governance process in the Republic of Srpska.*

**Keywords:** Corporate Governance, Transparency, Disclosure, Regulation

## 1. Увод

Постоје два основна облика регулације финансијских тржишта. Први се односи на регулацију засновану на материјалним правима и она одређује шта друштва могу, а шта не могу радити на финансијском тржишту и покушавају усвојити низ прописа који требају уредити што је могуће већи број потенцијалних околности у којима се друштво може наћи. Други се односе на регулацију засновану на објављивању и транспарентности информација

о корпоративно управљању и ослања се на тржишне механизме „кажњавања” и „награђивања” друштва и заснива се на увјерењу да су тржишта боља у спречавању корпоративних злоупотреба од регулаторних органа и да је објављивање информација ефикаснија и јефтинија замјена за материјалну регулацију. У пракси, ова два приступа се готово увијек користе у међусобној комбинацији, мада је чињеница да се неке земље више ослањају на објављивање информација од других (IFC, 2009).

Премда регулација заснована на објављивању информација не функционише савршено на финансијским тржиштима у развоју, попут нашег тржишта, објављивање информација о корпоративном управљању је важно и добиће све више значаја како се финансијска тржишта буду развијала. Објављивање података предузећа могу да пруже бројне предности у пословању и значајно допринесу стицању повјерења инвеститора (Cretu, 2012; Feleaga, Feleaga, Dragomir i Bigioi, 2011). Међутим, низак ниво објављивања података проблем је у многим предузећима, посебно у земљама у транзицији, због специфичних тржишних околности, као што су висок ниво корупције (Савовић, 2009), недостатак одговарајућег механизма за спровођење закона (Хорак и Бодирога-Вукобрат, 2011), итд.

Иако истраживања у Републици Српској (РС) показују стално напредовање објављивању информација о корпоративном управљању предузећа, још увије је низак ниво објављивања информација што представља изазов за предузећа. Ово се посебно односи на објављивање корпоративних информација на интернету, јер значајан број предузећа нема интернет страницу са ажурним подацима (Вуковић, 2012), те показују низак ниво објављивања и транспарентности информација (Тодоровић, 2010).

**Проблем овог истраживања је низак ниво објављивања информација о корпоративном управљању на интернет страници предузећа у РС.** Посљедице ниског нивоа објављивања информација сnose предузећа и цијело друштво, јер неадекватно објављивање информација угрожава интегритет предузећа, функционалност финансијског тржишта и чак цијеле привреде (ОЕСД принципи корпоративног управљања, 2004). Не само да предузећа добијају лошију репутацију, него инвеститори остају без релевантних информација које су потребне за доношење одлука, те су стога њихова права угрожена.

## 2. Теоријска основа истраживања о транспарентности пословања и истраживачке хипотезе

### 2.1. Транспарентност и интернет

Савремено пословно окружење, праћено достигнућима у информацио-ним технологијама, повећаној конкуренцији и чешћим тржишним промје-нама, довело је до веће потребе за изучавањем корпоративног управљања. Препознати су бројни фактори који утичу на неуспјехе предузећа, као што су неспособност менаџмента, неефикасност ревизора, похлепа менаџера, итд. (Cretu, 2012). Због наведених разлога, корпоративно управљање добија још више на значају. Оно се може посматрати из уже или шире перспекти-ве. Уже гледајући, корпоративно управљање подразумејева однос између предузећа и њених инвеститора, док шире поимање овог појма, поред од-носа са инвеститорима подразумејева и однос предузећа са свим заинтере-сованим странама (Feizizadeh, 2012).

Ефикасно корпоративно управљање има позитивне посљедице како унутар самог предузећа, тако и за ширу заједницу и финансијско тржиште. Основна предност за корпорацију је да добрим управљањем инвеститори стичу повјерење у предузеће (OECD, 2004), што доводи до повећања ин-вестиција (Feleaga, Feleaga, Dragomir & Bigioi, 2011). Поред тога, сматра се да корпоративно управљање омогућава раст и побољшава економску ефи-касност (OECD, 2004); доприноси бољим финансијским перформансама и конкурентности (Feleaga, et al., 2011); смањује ризике предузећа те отвара пут финансијским тржиштима (Cretu, 2012).

На ширем нивоу, квалитетно корпоративно управљање даје могућност предузећу да покаже своју друштвену одговорност према читавој заједни-ци, тако што доприноси повјерењу које је кључно за функционисање тржи-шне економије (OECD, 2004). Ово се посебно односи на земље у транзици-ји, гдје корпоративно управљање треба обезбиједити повјерење јавности за процесе приватизације (Cretu, 2012). Генерално, добро корпоративно упра-вљање је кључан фактор у развоју транспарентног и одговорног друштва (Хорак и Бодирога-Вукобрат, 2011).

С обзиром на значај корпоративног управљања, временом се развија-ла и потреба држава да регулишу и поставе законски оквир за ову област. Начин регулације различит је у свим земљама, али суштински сви теже ка томе да стандардизују и дефинишу препоруке за ефикасно пословање. У већини земаља као основа за препоруке и стандарде доброг корпоратив-ног управљања служе принципи које је развио OECD (Udo & Juergen, 2006). Циљ принципа јесте да државама служе као помоћ и референтна тачка у по-бољшању институционалних оквира за корпоративно управљање (OECD,

2004). Дакле, њихова сврха је да служе као инспирација и основа за регулаторна тијела и тржишта да сами регулишу правила за корпоративно управљање. Један од принципа је објављивање и транспарентност информација о корпоративном управљању предузећа.

Према ОЕСД принципима корпоративног управљања, транспарентност подразумијева правовремено и тачно објављивање информација везаних за предузеће. Принцип транспарентности наглашава да информације треба да буду припремљене у складу са рачуноводственим стандардима; да годишња ревизија (интерна и екстерна) треба да буде обављена од стране независног и квалификованог ревизора; да екстерни ревизори треба да одговарају акционарима, те да канал комуницирања треба равноправно пружити информације свим учесницима (ОЕСД принципима корпоративног управљања). Објављивање података обухвата ставке које се сматрају релевантне за информисаност о предузећу, као што су финансијски и пословни резултати; циљеви предузећа; информације о члановима одбора; предвидљиве факторе ризика; структуру и политику управљања, итд. (ОЕСД, 2004). Државе треба да користе ОЕСД принципе као смјернице за побољшање корпоративног управљања.

Транспарентност<sup>4</sup>, као један од принципа, битна је ставка за све интересне стране, али посебно је значајна за мањинске акционаре чија могућност кориштења својих права највише зависи од доступних информација. Пракса показује да објављивање информација треба да буде редовно и благовремено; лако и широко доступно; тачно и потпуно; конзистентно, релевантно и документовано (Међународна финансијска корпорација [IFC], 2009). Већа потреба за објављивањем информација и транспарентности проистекла је из неповјерења јавности према управљању компанијама и медијској пажњи усмјереној корпоративном управљању, те многим неуспјесима и скандалима предузећа (Jiang, Raghupathi & Raghupathi, 2009).

Транспарентност предузећима доноси бројне предности, као што су боље перформансе (Augustine, 2012); мањи ризик пословања (Bassen, 2005); повећано тржишно вредновање акција (Cheung, Jiang & Tan, 2010); те привлачење инвеститора и смањење цијене капитала (Tung & Sankaran, 2009). На примјер, Jiang и сарадници (2009) спровели су анализу садржаја интернет страница у САД-у и закључили да предузећа са високим нивоом добровољног објављивања података могу смањити цијену капитала јер се трговина акција одвија по праведној цијени. Када је предузеће транспарентно,

<sup>4</sup> Према IFC (2009), транспарентност и објављивање треба да се третирају као два одвојена појма, јер друштва могу објавити информације које нису важне за кориснике, а изоставити оне које јесу (стр. 388). У овом раду ће се ипак објављивање података и транспарентност користити као синоними, будући да се оvdје појам објављивања искључиво односи на информације релевантне за јавност.

интересне стране стичу повјерење у пословање предузећа (Augustine, 2012). С друге стране, избегавање објављивања података може бити повезано са неетичким понашањем менаџмента, што угрожава интегритет предузећа, функционалност тржишта и чак цијеле привреде (OECD, 2004).

Инвеститорима је благовремена и поуздана информација потребна како би доносили пословне одлуке. Треба узети о обзир да резултати који указују на позитивну корелацију између транспарентности и наведених предности често проистичу из објављивања добровољних, а не обавезних информација (Cheung, et al., 2010; Jiang, et al., 2009). Могуће је да се инвеститорима доступност обавезних информација подразумијева, тако да од почетка очекују да ће добити оне податке које предузећа законом морају показати.

Упркос истраживањима која указују на позитивне посљедице транспарентности, често у пракси она изостаје. Једна је претпоставка да предузећа избегавају транспарентност због страха да превише објављених података може угрозити конкурентску предност, односно омогућити конкурентима да сазнају стратегије и слабости предузећа. Превише транспарентности такође може довести до преоптерећености информацијама (Sørensen, 2009). У државама у транзицији понекад недостаје довољне мотивације за транспарентно пословање, јер је код тржишта на којем се не прикупља нови капитал смањена потреба предузећа да повећавају своју репутацију (Беговић и сарадници, 2008).

Емпиријске студије о транспарентности указују, дакле, на бројне предности објављивања информација, али пракса често показује ситуацију какву су Jiang и сарадници (2009) уочили у свом истраживању: да је већина предузећа објавила основне информације корпоративног управљања које су у сагласности са законима и регулацијама, али да је добровољна транспарентност углавном била одсутна.

У литератури се прије више од десетак година донекле обрађивало питање количине објављених информација предузећа, али се чини да је ова тема сада више усмјерена на анализу фактора који *утичу* на транспарентност. Нагласак је сада на испитивању корелација између интерних и екстерних механизма корпоративног управљања и транспарентности. Сада се, на примјер, више поставља питање до које мјере транспарентност предузећа зависи од структуре управног или надзорног одбора; броја чланова одбора; величине предузећа, итд. (Cheung, et al., 2010; Fong & Wong, 2011; Kelton & Yang, 2008; Samaha, Dahawy, Hussainey & Stapleton, 2012). Корпоративно управљање се анализира и у нашим државама, али примјетно је да се релативно скромна литература на ову тему често изучава више из теоретске перспективе. Питање да ли је одређено предузеће уопште присутно на интернету је данас у великој мјери превазиђена тема у развијеним земљама.

На нашим просторима и осталим земљама у транзицији, ово питање још увијек је актуелно, будући да се не подразумева да свако предузеће посједује интернет страницу.

У Хрватској истраживања на тему корпоративног управљања често се раде анализирајући годишње упитнике Кодекса корпоративног управљања Загребачке берзе. Тако је 2011. године Хрватска агенција за надзор финансијских услуга (ХАНФА), на основу података упитника, закључила да 82% предузећа на својим интернет страницама објављују прописане информације о транспарентности. У односу на претходну годину, примјетан је напредак од 5% (ХАНФА, 2012). Примјер добре праксе корпоративног управљања исказан је податком да чак 97% предузећа има своје интернетске странице на хрватском језику, мада њих 58% их има на енглеском језику (ХАНФА, 2012). Треба узети у обзир да су резултати истраживања добијени на основу попуњених упитника од стране самих предузећа, а не анализом објављених информација. Годишњи упитници 2008. године показали су да је 91% анализираних предузећа посједовало интернет странице. Међутим, финансијски извјештаји били су доступни на свега 66% интернет страница, а поражавајући податак је да је само 29% предузећа своје извјештаје презентовало и на енглеском језику. Као разлог слабе транспарентности, предузећа су навела да се финансијски подаци објављују на интернет страници Берзе, а да су странице предузећа више усмјерене на потрошаче (Север, 2009). С обзиром на напредак извјештавања о корпоративном управљању посљедњих пар година, могуће је да су предузећа схватила значај интернета као комуникационог канала са инвеститорима.

Истраживање Центра за либерално-демократске студије, који су испитивали стање корпоративног управљања у Србији, 2008. године показало је поражавајуће стање транспарентности. Беговић и сарадници (2008) закључили су да се предузећа не труде превише да информишу инвеститоре и јавност о свом раду. Чак 28% анализираних предузећа није имало сопствену интернет страницу, а тек свако пето предузеће имало је нешто свеобухватније интернет странице. Што се тиче објављивања финансијских података, 59% предузећа из узорка ово уопште није чинило (Беговић и сарадници, 2008). Предузећа су своју нетранспарентност пословања оправдала непостојањем правне обавезе и потражње за објављивањем података; те непостојањем економских разлога да то чине (Беговић и сарадници, 2008). Из свега овога произилази закључак да предузећа још нису препознала предности добровољног објављивања података, те да транспарентност највише посматрају кроз законску перспективу.

У Републици Српској, као и у Хрватској, истраживања током година показују спорије, али ипак значајно напредовање у области транспарент-

ности. Истраживање које је Свјетска банка спровела на нашим просторима 2006. године указало је на незадовољавајуће стање транспарентности. Инвестори јесу имали приступ одређеним информацијама, али су подаци морали бити тражени кроз више различитих извора, на примјер, локални судски регистар, дневне новине или директно од предузећа, али на свој рачун. Добијање података путем интернет страница није била значајнија опција (Свјетска банка, 2006). Уопштено гледајући, већина ставки ОЕСД принципа транспарентности била је оцијењена као „дјелимично поштивање” – што значи да пракса предузећа није у складу са постојећим правним и регулаторним оквиром државе (Свјетска банка, 2006).

Упркос лошим оцјенама Свјетске банке, или можда управо због тога, стање транспарентности у РС се стално развија. Док је 2006. године 55% предузећа имало своју

интернет страницу, већ 2007. године овај постотак повећан је на 71%, од којих је 30% предузећа такође имало енглеску верзију странице (Тодоровић, 2007). Циљ истраживања које је Тодоровић (2007) спровео био је утврдити стање корпоративног управљања, између осталог, са аспекта транспарентности предузећа. Стање транспарентности било је на прилично ниском нивоу, што се може видјети податком да је тек свако десето предузеће објавило годишњи финансијски извјештај о пословању, а само једно предузеће биографије чланова управног и надзорног одбора.

Редовно истраживање Бањалучке берзе о корпоративном управљању показује да је резултат објављивања информација 2009. године износио 58%, а 2012. године 67% (Вуковић, 2012). Иако је ово очигледно побољшање у поређењу са претходним годинама, треба ипак узети у обзир да се ни овај најновији резултат не сматра задовољавајућим. Како Вуковић (2012) наводи, већи дио резултата односи се на објављивање законски обавезних података, а не добровољног објављивања. Такође, значајан број предузећа нема сопствену интернет страницу са ажурним подацима, на српском или енглеском језику.

Анализа свих наведених истраживања указује на чињеницу да је тешко поредити стање транспарентности између држава. Проблем је реално сагледати и поредити земље јер се користе различите методологије рада у истраживањима, постоје различити законски оквири и тржишне околности, те разноврсне историјске и културолошке разлике у традицији пословања. На нашим просторима није било ни много покушаја да се ово учини. С друге стране, компаративна истраживања потребна су како би се могао оцијенити напредак државе у односу на земље у сличној економској ситуацији. Дубља анализа о сусједним државама може довести до сазнања о начинима регулације и искуствима који могу помоћи у побољшању транспарентности.



Тодоровић (2010) је спровео истраживање у којем је поређено стање транспарентности корпоративног управљања РС са земљама у окружењу. Узорак је чинило по десет предузећа из држава источне Европе, а добијени подаци показали су да је РС, у односу на друге државе, имала најнижи степен транспарентности. На примјер, резултати истраживања за Хрватску и Републику Српску у вези са објављивањем информација о члановима управљачке структуре предузећа показали су да је 80-90% хрватских предузећа објављивало ове податке на интернет страницама, односно кроз годишње извјештаје, док је у РС тек половина предузећа то чинила. Међутим, чак и наведени податак за РС има бољи призвук него што заслужује, јер се, према Тодоровићу (2010) у нашим предузећима углавном само објављивала имена и презимена чланова одбора и директора, без додатних детаља. РС је показала посебно слабу транспарентност у односу на објављивање информација везаних за права акционара и усклађеност пословања са кодексом корпоративног управљања – јер ту ниједно предузеће није објавило ове податке.

Резултати емпиријских истраживања подржавају савјет да се интернет користи за објављивање података, јер предност привлачења инвеститора и смањене цијене капитала је чак и израженија кад се интернет користи као комуникацијски канал (Tung&Sankaran, 2009).

Предности кориштења интернета, у односу на традиционалне начине комуницирања, су многобројне. Информација у тренутку постаје присутна на глобалном нивоу (Tung & Sankaran, 2009); трошкови су смањени, нпр. због штампања и дистрибуције (Gandia, 2008); могућа је интерактивност, нпр. пружањем одговора на постављена питања (Cormier, Ledoux & Magnan, 2009); комуникација са инвеститорима постаје ефикаснија и динамичнија (Gandia, 2008); те је већа флексибилност по питању презентације и садржаја (Cormier, et al., 2009). Такође, једна веома битна ставка је да транспарентност путем интернетских страница пружа једнак приступ информацијама, што доприноси испуњавању још једног захтјева доброг корпоративног управљања - праведном третману акционара (Jiang и сарадници, 2009). Све наведене предности су посебно значајне за мања предузећа, а показују да објављивање података не захтијева нужно велика финансијска средства.

## **2.2. Регулаторни оквир за транспарентност**

Неизоставна ставка у анализирању транспарентности корпоративног управљања је питање регулисања ове области. Предузећа правдају своје непоштовање принципа транспарентности аргументима као што је непостојање законске обавезе да одређене информације објављују (Дропулић-Ружић, 2011). Ова врста размишљања имплицира потребу за постојањем конкретних правила и регулација, али се ту одмах долази до

питања: на који начин треба успоставити регулацију и ко је за то одговоран? Почетна тачка у размишљању о расподјели улога и одговорности везаних за корпоративно управљање је питање како да се заштити мањина, а да се при томе не угрожавају права већине (Беговић и сарадници, 2008).

Утицај регулације на корпоративне активности све чешће је предмет истраживања, али упркос томе, не постоји генерални консензус о најбољем начину корпоративне регулације (Martynova & Renneboog, 2011) и ко би, у ствари, требало да буде одговоран за поштовање транспарентности.

У претходним поглављима наведене су многобројне предности транспарентности и корпоративног управљања, те би се могло очекивати да предузећа сама разумију значај поштовања принципа. Многа предузећа у развијенијим економијама основну мотивацију за побољшање корпоративног управљања управо и виде у сопственом интересу, а не као законску обавезу (Беговић и сарадници, 2008). Како Bhasin (2005) примјећује, суштина корпоративног управљања је у етичком пословном понашању које потиче из размишљања менаџмента. Као такво, оно не може бити регулисано само законом.

Како су инвеститори кључни учесници у процесима корпоративног управљања, сматра се да и они сnose одређену одговорност за успјешно тржишно функционисање. Штавише, постоје и мишљења да би управо инвеститори требали ставити већи притисак на предузећа да се прилагоде принципима корпоративног управљања (Bhasin, 2005). Ипак, колико год да инвеститори могу утицати на понашање одређених компанија, толико пракса показује да ће се многи инвеститори радије повући и продати своје акције него покушати утицати на менаџмент (Bhasin, 2005).

У многим земљама велики дио одговорности за објављивање података предузећа носе берзе, комисије за хартије од вриједности и сличне институције. Заиста, берзе јесу у могућности да допринесе унапређењу транспарентности кроз успостављање кодекса, стандарда и различитих система за оцјењивање нивоа транспарентности. Поред тога, берзе могу да предузму мјере попут промовисања добре пословне праксе (Беговић и сарадници, 2008). На примјер, Бањалучка берза награђује најбољи корпоративни портал, гдје се критеријуми односе на ниво транспарентности предузећа (Бањалучка берза, н.д.). Берзе у Србији, Хрватској и Републици Српској су усвојиле стандарде и кодексе корпоративног управљања, засноване на OECD принципима. Предузећа на Загребачкој берзи, на примјер, дужни су примјенијивати Кодекс корпоративног управљања (HANFA, 2012), а у РС Закон о привредним друштвима обавезао је предузећа на службеном тржишту да примјењују Стандарде корпоративног управљања, или да усвоје властити кодекс корпоративног управљања (ЗОПД, 2011, члан 309). Додуше,

пракса показује да предузећа у РС не поштују увијек правила, а још мање објашњавају одступање од стандарда (Вуковић, 2012). То доводи до питања да ли се рјешење регулисања транспарентности налази у још строжијим, законским оквирима.

Дискусија о значају закона за корпоративно управљање води се већ деценијама. На примјер, позната су истраживања La Porte и сарадника који тврде да развој финансијских тржишта у великој мјери зависи од законског система и начина на који држава регулише заштиту инвеститора (La Porta, et al., 2002). Често је још увијек заступљена теза да су потребни законски механизми како би се корпоративно управљање контролисало. Овај приступ подразумијева да су владе одговорне за добро пословање и да треба да утврде и пружи јак институционални и законски оквир (Bhasin, 2005; OECD, 2004). Такође, поред самог садржаја који треба бити предмет регулације, обавезно објављивање података требало би да дефинише и канал објављивања (Sørensen, 2009).

Међутим, постојање оштријег законског оквира доводи до питања спровођења закона, јер је потребно ефикасно судство како би се закони поштовали. У Србији су управо слабости рада судства и државних органа идентификовани као фактори који угрожавају функционисање корпоративног управљања (Беговић и сарадници, 2008). Некажњено кршење закона може да демотивише предузећа да послују на праведан и транспарентан начин. Из перспективе предузећа се поштовање закона такође асоцира са повећаним трошковима, тако да предузећа размишљају о односу између бенефиција транспарентности и цијене поштовања закона (Martin & Combs, 2010). Код добровољних кодекса и стандарда често је заступљен принцип „придржавај се или објасни”, за који се сматра да нуди поузданији квалитет транспарентности (Martynova & Renneboog, 2011).

Познат нам је најчешћи начин приватизације на нашим просторима, тако да се не може очекивати да ће већински власник који није заинтересован за емитовање акција бити посебно заинтересован за побољшање транспарентности. Већина предузећа у РС није схватила значај корпоративног управљања, те се мјере везане за корпоративно управљање често више користе површно и као промотивна активност него као начин побољшања пословања (Тодоровић, 2010). Све наведено упућује на закључак да је у РС тешко очекивати од самих предузећа да могу сносити одговорност за успјешно корпоративно управљање. С друге стране, како је на нашим просторима релативно низак број инвеститора, не би се требало ослонити на тржиште да само регулише корпоративно управљање. Ако се прихвати да требају постојати одређена правила за објављивање података и транспа-

рентности предузећа, враћамо се на избор: још више законске регулације или ослањање на добровољни приступ.

Између закона и различитих врста кодекса и правила постоје знатне разлике. Највећа суштинска разлика је да закони пружају минималне стандарде понашања којих се предузећа требају придржавати, док кодекси описују стандарде којима предузеће треба тежити (Global Corporate Governance Forum [GCGF], 2005). У овоме се и налази срж проблематике транспарентности – да ли треба предузећа савјетовати како постићи најбољу пословну праксу или их приморавати да прате правила како би се обезбидједила заштита заинтересованих страна. Даље, закони и кодекси разликују се по томе што је кодекс лакше развијати и мијењати по потреби и што су кодекси разумљивији, док су закони прецизнији (GCGF, 2005). Иако ове разлике јесу битне за размишљање о начину регулисања транспарентности, треба узети у обзир да су предности кодекса можда више примјењива на развијенијим тржиштима. За земље у транзицији, које карактерише релативно неискуство са проблемима корпоративног управљања и мање развијено берзанско тржиште, директиве су бољи начин за гарантовање доброг корпоративног управљања (Udo & Juergen, 2006). По овом мишљењу стандарди су бољи избор за развијене државе, а како стандарди пружају већи простор за различито тумачење, прикладнији су за државе које имају мање корупције и стабилније законске системе. Директиве „су законске инструкције које праве разлику између легалног и илегалног понашања на једноставан и јасан начин” (Udo & Juergen, 2006), те се на одређен начин налазе „између” закона и добровољних кодекса.

### 2.3. Истраживачке хипотезе

С обзиром на све наведено, главна хипотеза овог истраживања је, да је ниво објављивања података и транспарентност о корпоративном управљању у предузећима у Републици Српској низак, а посебно мало податак се објављује на интернет страници предузећа, а још мање податак се објављује на енглеском језику. Код транспарентности о корпоративном управљању мислимо на: 1. Транспарентност финансијских података предузећа. 2. Транспарентност података о управљачкој структури предузећа. 3. Транспарентност података о предузећу. 4. Транспарентност података о третману акционара предузећа и 5. Транспарентност података о кретању цијена акција предузећа.

### **3. Емпиријска подлога за истраживање**

#### **3.1. Методе истраживања**

У истраживању анализирали смо садржај интернет страница одабраних акционарских друштава у Републици Српској, а резултати су анализирани међусобним поређењем. Претраживање интернет страница обухвата анализу присуства или одсуства 25 различитих ставки (детаљно описаних у варијаблима), које ће бити кодирани са  $1 =$  уколико је ставка присутна на интернет страници, односно  $0 =$  уколико ставка није присутна. Резултати ће бити приказани табеларно. Узимањем у обзир присуство појединачних ставки на интернет страницама објективно се провјерава ниво објављивања података, а избегава се субјективно мишљење самих предузећа. На примјер, менаџмент предузећа ће можда сматрати да има енглеску верзију интернет странице, а да је у стварности само дио информација преведен на енглески језик.

Критериј за оцјењивање транспарентности је преузет из scorecard анализе који користи Бањалучка берза хартија од вриједности, другим ријечима резултати истраживања биће оцијењени као задовољавајући уколико прелазе скор од 65% од укупно 100%. У претраживању ставки, детаљно ће бити прегледане интернет странице предузећа и прочитани годишњи извјештаји, на српском и енглеском језику. Такође ће се узети у обзир подаци, уколико се налазе у документима или дијеловима интернет страница у којима их је разумно тражити, као што су на примјер, званичне презентације предузећа, профил друштва, итд.

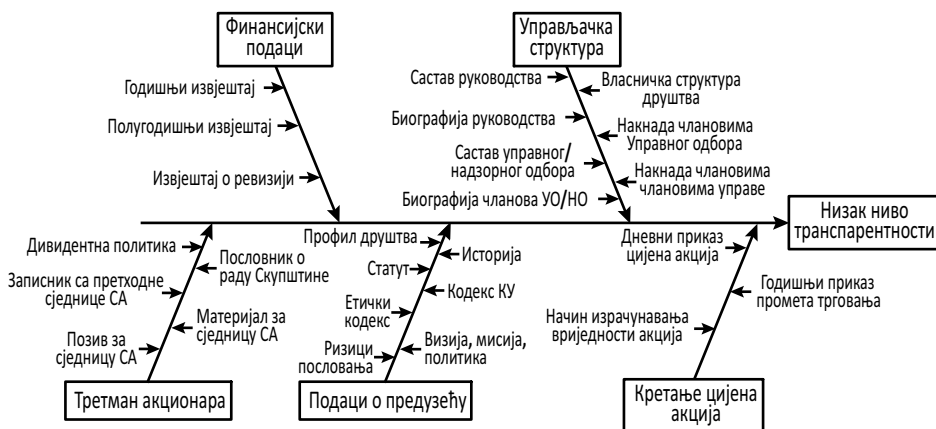
Такође, ради поређења транспарентности са државама у окружењу, биће проведена анализа интернет страница одабраних акционарских друштава у Хрватској и Србији, користећи исту технику истраживања.

#### **3.2. Варијабле истраживања**

Зависна варијабла у истраживању је низак ниво транспарентност у корпоративном управљању предузећа, а независне варијабле су: управљачка структура предузећа, финансијски подаци, кретање цијене акција, подаци о предузећу и третман акционара. Свака независна варијабла је подјељена у подваријабле као су приказане на Слици 1.

**Слика 1.**

Зависне и независне варијабле истраживања о транспарентности у корпоративном управљању



Извор: аутори

Како би инвеститори и остале заинтересоване стране којима српски није матерњи језик имали једнак приступ информацијама, те могли процијенити финансијско стање и стање корпоративног управљања предузећа из РС, све релевантне информације требају бити доступне и на енглеском језику. Због тога ће се у овом истраживању оцјењивати присутност енглеске верзије свих наведених варијабли.

### 3.3. Узорак

Узорак истраживања је формиран према постављеном критеријуму: одабрано је по пет предузећа чије акције улазе у састав индекса Бањалучке, Загребачке и Београдске берзе, а којима се највише трговало на дан 02.04.2013. године. Претраживање интернет страница спроведено је у периоду од 07.04.2013. до 14.04.2013.

#### Табела 1.

Изабрана предузећа за истраживање

РБ.	РЕПУБЛИКА СРПСКА	ХРВАТСКА	СРБИЈА
1.	Нова Банка а.д. Бања Лука	Далековод д.д. Загреб	Јединство Севојно а.д. Севојно
2.	Бирач а.д. Зворник	Атлантиц група д.д. Загреб	НИС а.д. Нови Сад
3.	Телеком Српске а.д. Бања Лука	Петрокемија д.д. Кутина	Аеродром Никола Тесла а.д. Београд
4.	Боксит а.д. Милићи	АД Пластик д.д. Солин	Галеника Фитофармација а.д. Земун
5.	Дестилација а.д. Теслић	ХТ д.д. Загреб	Енергопројект Холдинг а.д. Београд

## 4. Резултати истраживања

### 4.1. Транспарентности и објављивање података о корпоративном управљању на интернету за предузећа из Републике Српске

Анализирање интернет страница одабраних акционарских друштава у Републици Српској састојало се од оцјене присуства или одсуства 25 ставки корпоративног управљања, детаљно описаних у методологији рада. У табелама и дијаграмима који слиједе представљени су резултати истраживања, гдје је свака ставка садржаја изражена кроз број и проценат објављивања.

**Табела 2.**

*Транспарентности финансијских података на интернет страницама предузећа у РС*

Документи и информације	Српски језик		Енглески језик	
	број	постотак	број	постотак
Годишњи финансијски извјештај о пословању	2	40%	2	40%
Полугодишњи финансијски извјештај о пословању	1	20%	1	20%
Извјештај о ревизији пословања и назив ревизорске куће	2	40%	2	40%
Укупно:	5		5	
Финансијски подаци – ПРОСЈЕЧНО:	1	33,33%	1	33,33%

*Напомена:* Табела 2, као и све табеле које слиједе, показује сумарне резултате независне варијабле по анализираним ставкама. У првој колони су називи појединачних ставки. У слиједеће двије колоне приказан је укупан број објављених ставки на интернет страницама предузећа, на српском језику, и тај податак изражен процентуално. Посљедње двије колоне показују број и проценат објављених информација на енглеском језику. На примјер: ставку Годишњи финансијски извјештај о пословању на интернет страници су на српском језику објавила два предузећа од пет који су били предмет ове анализе. То процентуално износи 40%. Тако је приказано и за енглески језик. Укупно у овој независној варијабли која је обухватала ова три питања из табеле и за српски и за енглески језик нађено је по пет одговора (од могућих 15 – три питања за пет предузећа), односно просјечно 1 информације по предузећу или процентуално 33,33%.

Као што се види из Табеле 2, помоћна хипотеза „Транспарентност финансијских података предузећа на интернету у РС је ниска” је потврђена, јер ниједан укупни резултат није прешао задовољавајући праг од 65% објављених података. Транспарентност финансијских података је провјеравана кроз три ставке које су тражене на интернет страници предузећа из узорка. Свих пет предузећа која су била предмет ове анализе су укупно објавили 5 ставки на српском, и исто толико на енглеском језику, што значи да су просјечно објављивали 33,33% тражених информација.

**Табела 3.**

*Транспарентности података о управљачкој структури на интернет страницама предузећа у РС*

Документи и информације	Српски језик		Енглески језик	
	број	постотак	број	постотак
Састав (име и презиме, функција) руководства	3	60,0%	2	40,0%
Биографија чланова руководства	2	40,0%	2	40,0%
Састав управног и/или надзорног одбора	4	80,0%	2	40,0%
Биографија чланова управног и/или надзорног одбора	2	40,0%	2	40,0%
Власничка структура друштва	3	60,0%	3	60,0%
Накнаде члановима управног одбора	0	0,0%	0	0,0%
Накнаде члановима управе	0	0,0%	0	0,0%
Укупно:	14		11	
Управљачка структура – ПРОСЈЕЧНО:	2,8	40%	2,2	31,4%

Бодовањем седам ставки које су приказане у Табели 3. добијена је оцјена о транспарентности података о управљачкој структури предузећа. Предузећа су за објављивање података на српском језику добила 14 бодова (од могућих 35). Интересантно је да је 7 бодова, односно половина, добијено за састав руководства и управних одбора, док информације о накнадама ниједно предузеће није објавило. Треба узети у обзир да поједина предузећа јесу у својим финансијским извјештајима поменули укупан износ накнада управи или управном одбору, али без додатних објашњења политике награђивања или било којег детаљнијег описа. Самим тим, у овим случајевима, предузеће није добијало поен за присуство ставки Накнаде члановима управног одбора и Накнаде члановима управе. Све поменуто, као и чињеница да је објављено 40% информација на српском језику, а 31% на енглеском, потврђује помоћну хипотезу 2: „Транспарентност података о управљачкој структури предузећа на интернету у РС је ниска”.

**Табела 4.**

*Транспарентности података о предузећу на интернет страницама предузећа у РС*

Документи и информације	Српски језик		Енглески језик	
	број	постотак	број	постотак
Профил друштва	5	100,0%	5	100,0%
Историја	5	100,0%	5	100,0%
Стратешка изјава о визији и мисији	2	40,0%	2	40,0%
Статут	2	40,0%	0	0,0%
Ризици пословања (политички, економски, дјелатности и сл.)	2	40,0%	2	40,0%
Кодекс корпоративног управљања	1	20,0%	0	0,0%
Етички кодекс	1	20,0%	0	0,0%
Укупно:	18		14	
Подаци о предузећу – ПРОСЈЕЧНО:	3,6	51,4%	2,8	40,0%



С коначном оцјеном од 51% објављених података на интернетским страницама, помоћна хипотеза „Транспарентност података о предузећу на интернету у РС је ниска” је потврђена. Како показује Табела 3, подаци о предузећу су највише објављивани у поређењу са осталим варијаблама које су предмет ове анализе, а Профил друштва и Историја су једине информације које су објавиле сва предузећа која су анализирана. Све ово је ипак резултирало са тек надполовичном оцјеном.

**Табела 5.**

*Транспарентности података о третирању акционара на интернетским страницама предузећа у РС*

Документи и информације	Српски језик		Енглески језик	
	број	постотак	број	постотак
Пословник о раду Скупштине	2	40,0%	0	0,0%
Позив за сједницу Скупштине акционара (дневни ред)	3	60,0%	1	20,0%
Материјали за сједницу Скупштине акционара	2	40,0%	1	20,0%
Записник са претходне сједнице Скупштине акционара	1	20,0%	1	20,0%
Дивидендна политика	1	20,0%	1	20,0%
Укупно:	9		4	
Третман акционара – ПРОСЈЕЧНО:	1,8	36,0%	0,8	16,0%

Један од основних задатака корпоративног управљања је равноправан третман акционара, а транспарентност је резултат одговорности предузећа према инвеститорима. Ипак, подаци добијени овом анализом садржаја интернет страница не говоре у прилог овој тези, односно показују да је третман акционара предузећа у РС на ниском нивоу. Просјечно 36% објављених података на српском језику и чињеница да је само једно предузеће објавило податке на енглеском језику потврђује помоћну хипотезу „Транспарентност података о третирању акционара предузећа на интернету у РС је ниска”.

**Табела 6.**

*Транспарентности података о кретању цијена акција на интернетским страницама предузећа у РС*

Документи и информације	Српски језик		Енглески језик	
	број	постотак	број	постотак
Дневни приказ цијене акција	0	0,0%	0	0,0%
Годишњи приказ промета трговања	1	20,0%	1	20,0%
Начин (калкулатор) израчунавања вриједности акција	0	0,0%	0	0,0%
Укупно:	1		1	
Кретање цијена акција – ПРОСЈЕЧНО:	0,2	6,7%	0,2	6,7%

Резултати из Табеле 6. показују да је потврђена и пета помоћна хипотеза „Транспарентност података о кретању цијена акција предузећа на интернету у РС је ниска”. Само једно предузеће је на својој интернетској страници објавило податак о годишњем трговању акцијама. Варијабла „Кретање цијена акција” је најлошије оцијењена категорија у читавом истраживању са просјечном оцјеном од 6,7% на српском и енглеском језику.

Табела 7.

Укуйна транспарентности података на интернет страницама предузећа у РС

Број питања	Документи и информације	Српски језик		Енглески језик	
		број	постотак	број	постотак
3	Финансијски подаци	1	33,33%	1	33,33%
7	Управљачка структура	2,8	40,0%	2,2	31,4%
7	Подаци о предузећу	3,6	51,4%	2,8	40,0%
5	Третман акционара	1,8	36,0%	0,8	16,0%
3	Кретања цијена акција	0,2	6,7%	0,2	6,7%
25	УКУПНО - Транспарентност	9,4	37,5%	7	28%

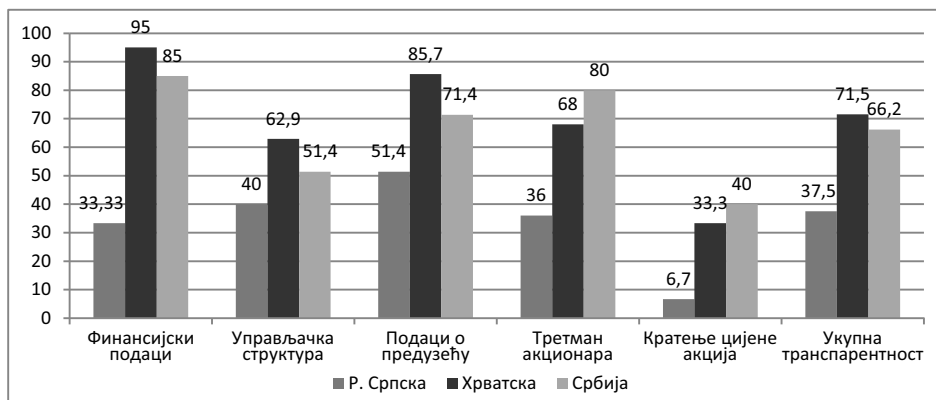
Главна хипотеза овог истраживања гласи: „Транспарентност на интернет страницама предузећа РС је ниска”. Од 25 ставки чије је присуство провјеравано на интернет страницама, предузећа из узорка су просјечно објављивала тек 9,4 ставки, тј. мало више од трећине. Дневни приказ цијене акција; Начин (калкулатор) израчунавања вриједности акција; Накнаде члановима управе; и Накнаде члановима управног одбора су питања за која ниједно предузеће из РС није објавило податке на српском језику. Поред наведених ставки, на енглеском језику нису објављени ни сљедећи подаци: Статут, Кодекс корпоративног управљања, Етички кодекс и Пословник о раду Скупштине. Само су двије ставке имале 100% објављених података, а то су Профил друштва и Историја. Имајући све наведено у виду: податке добијене овом анализом; чињеницом да је само објављивање „Података о предузећу” имало надполовичну присутност на интернет странама предузећа; укупним резултатима тек 37,5% објављених информација на српском и само 28% на енглеском језику потврђује се и главна хипотеза да је транспарентност на интернет страницама предузећа РС ниска.

#### 4.2. Поређење транспарентности и објављивања података о корпоративном управљању за предузећа из Републике Српске са предузећима из Хрватске и Србије

Поред анализе транспарентности на интернет страницама предузећа у РС, циљ овог истраживања било је и поређење транспарентности РС са предузећима сусједних земаља, односно Хрватске и Србије.

**Дијаграм 1.**

Укупна транспарентности на интернет страницама предузећа у РС, Хрватској и Србији на званичном језику

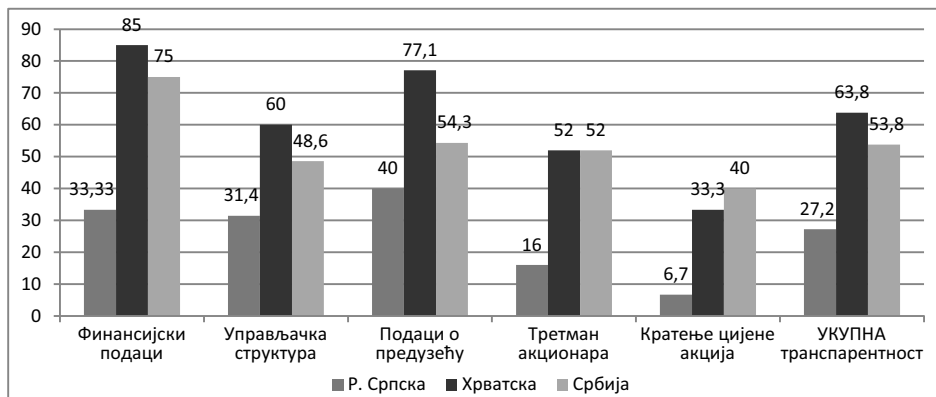


Извор: Аутори

Хрватска и Србија, по критеријумима који су постављени у овом раду, имају добру транспарентност. Просјечна оцјена од 71% објављених података за Хрватску, односно 66% за Србију, је задовољавајућа. Као што се види у Дијаграму 1, у РС је само једна варијабла прешла праг од 50% („Подаци о предузећу”), који се не сматра задовољавајућим, док је у Хрватској само једна категорија („Кретање цијена акција”) имала коначну оцјену испод 60% објављених података. Гледајући укупни резултат транспарентности на званичном језику, примјећује се да предузећа из Хрватске и Србије имају готово дупло вишу оцјену у односу на РС.

**Дијаграм 2.**

Укупна транспарентности на интернет страницама предузећа у РС, Хрватској и Србији на енглеском језику



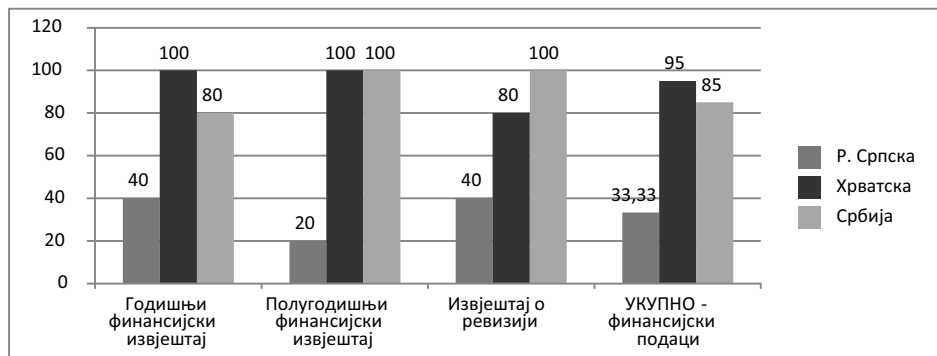
Извор: Аутори

Оцјене за транспарентност на енглеском језику су значајно ниже у односу на објављивање података на званичним језицима. Ниједно анализирано подручје није прешло задовољавајући праг од 65%, те се самим тим, може утврдити да је транспарентност на енглеском језику ниска. Највећу оцјену у РС је добила варијабла „Подаци о предузећу” са 40%, а коначан резултат од 27% објављених података указује на ниску транспарентност. Хрватска предузећа су се приближила прагу од 65%, док је оцјена транспарентности у Србији за све варијабле око 50%.

Независна варијабла „Кретање цијена акција” која обухвата питања Кретање цијена акција и Годишњи приказ промета је најслабије оцијењена варијабла у РС, Хрватској и Србији.

### Дијаграм 3.

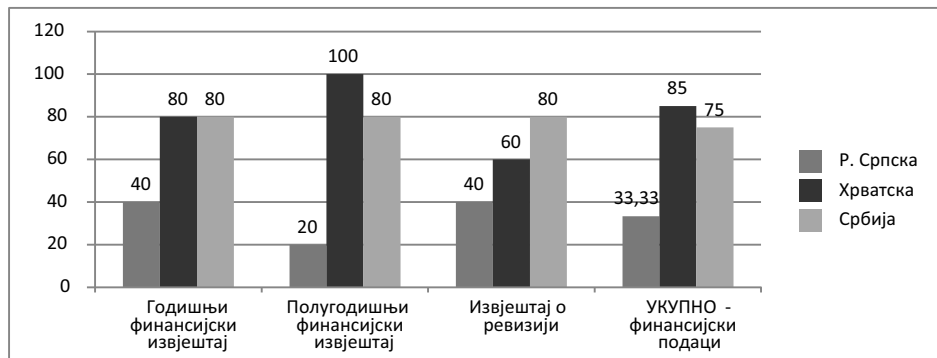
*Транспарентности финансијских података на интернет страницама предузећа у РС, Хрватској и Србији на званичном језику*



Извор: Аутори

### Дијаграм 4.

*Транспарентности финансијских података на интернет страницама предузећа у РС, Хрватској и Србији на енглеском језику*

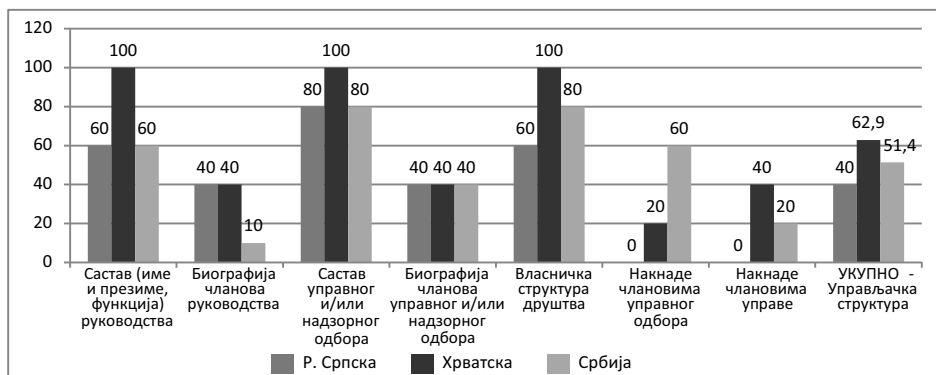


Извор: Аутори

Из Дијаграма 3 и Дијаграма 4 се примјећује да предузећа у РС немају праксу објављивања финансијских података на својим интернет страницама и имају скор од 33,33%. За разлику од РС, у Хрватској се информације из варијабле „Финансијски подаци” објављују на завидно високом нивоу од 85%. Само једно предузеће није објавило податак о ревизији ни на хрватском ни на енглеском језику, и још једно предузеће није на енглеском језику објавило податке о ревизији и годишњи извјештај. У Србији је такође објављивање финансијских података на високом нивоу од 75%. Од укупно осам необјављених података ове варијабле (и за енглески и за српски језик), једно предузеће је „одговорно” за шест необјављених података.

### Дијаграм 5.

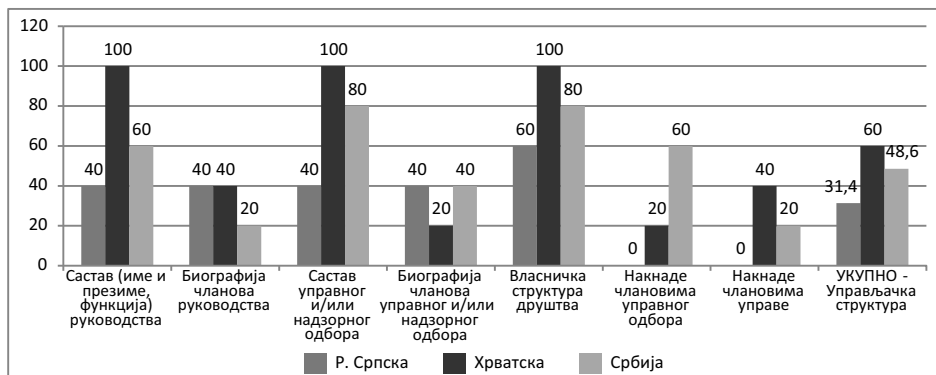
Транспарентности података о управљачкој структури на интернет страницама предузећа у РС, Хрватској и Србији на званичном језику



Извор: Аутори

### Дијаграм 6.

Транспарентности података о управљачкој структури на интернет страницама предузећа у РС, Хрватској и Србији на енглеском језику



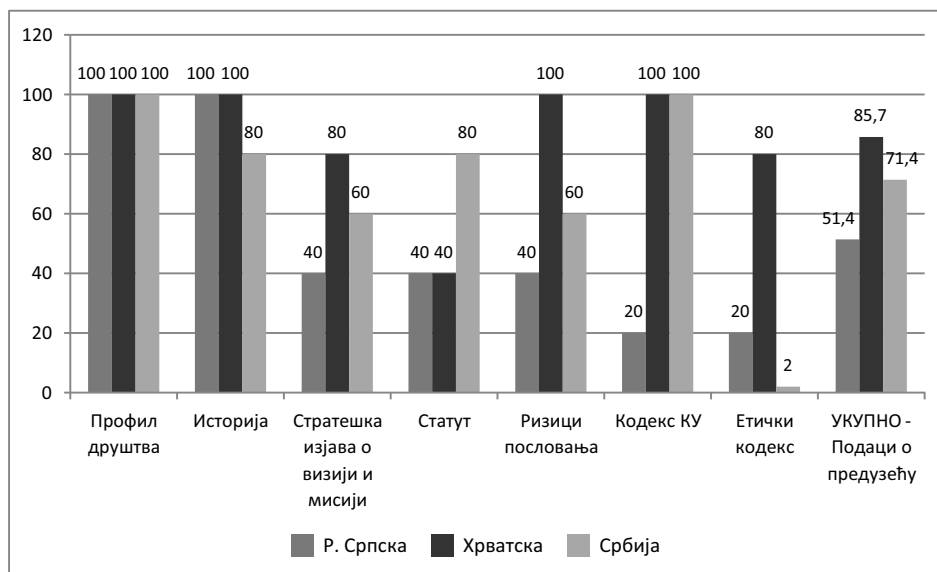
Извор: Аутори

Поред варијабле „Кретање цијена акција”, категорија „Управљачка структура” је најлошије оцијењена варијабла на званичном језику у Србији и Хрватској. Као што се види из Дијаграма 5, оцјена ове варијабле у свим анализираним подручјима је мања од укупне просјечне оцјене транспарентности. У РС је ова варијабла оцијењена надпросјечно за оба језика. Поред овога, оцјене предузећа из РС су и даље далеко испод оцјена сусједних земаља. Укупну оцјену од 63% предузећа из Хрватске су највише добили на основу објављивања података о Власничкој структури, те Саставу руководства и Саставу управних одбора.

Биографије чланова руководства су подједнако лоше оцијењена у РС, Хрватској и Србији. Накнаде члановима управе и управног одбора, односно њихова транспарентност су изгледа проблематична питања корпоративног управљања уопште, тако да је можда интересантније примјетити да је у Србији информација за Накнаде УО добила надпросјечну оцјену.

#### Дијаграм 7.

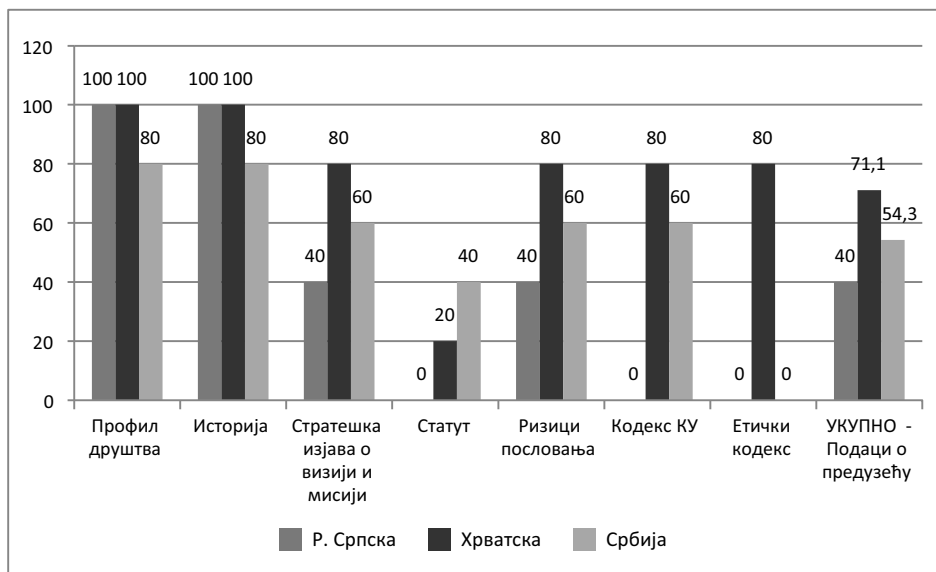
Транспарентност података о предузећу на интернет страницама предузећа у РС, Хрватској и Србији на званичном језику



Извор: Аутори

**Дијаграм 8.**

Транспарентности података о предузећу на интернет страници предузећа у РС, Хрватској и Србији на енглеском језику

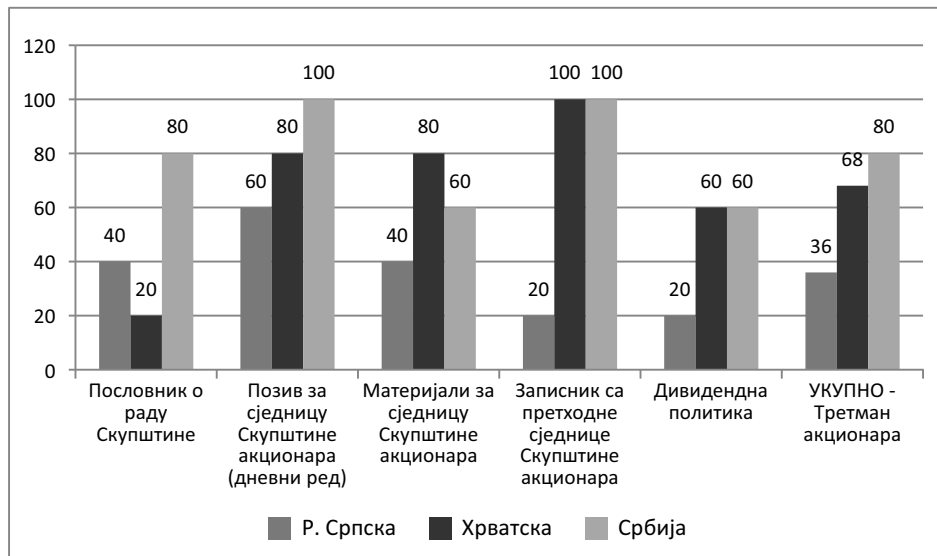


Извор: Аутори

Иако је варијабла „Подаци о предузећу” најбоље оцијењена варијабла у РС (и на српском и на енглеском језику), а Профил друштва и Историја су једина питања која су добила максималан број бодова, то није помогло да задржимо ниво транспарентности у овој категорији који имају Србија и Хрватска. Дијаграм 7 показује да су све остале ставке ове варијабле оцијењене много лошије него код хрватских и српских предузећа. Овдје треба примјетити да у РС Кодекс корпоративног управљања објавило само једно предузеће. Само је једно предузеће у РС објавило Етички кодекс. Иначе, у Србији, гдје је ова варијабла релативно добро оцијењена, такође је само на једној интернетској страници предузећа објављен Етички кодекс. Дијаграм 8 указује на чињеницу да у РС уопште нису објављени Статут предузећа ни кодекси (корпоративног управљања и етички) на енглеском језику.

**Дијаграм 9.**

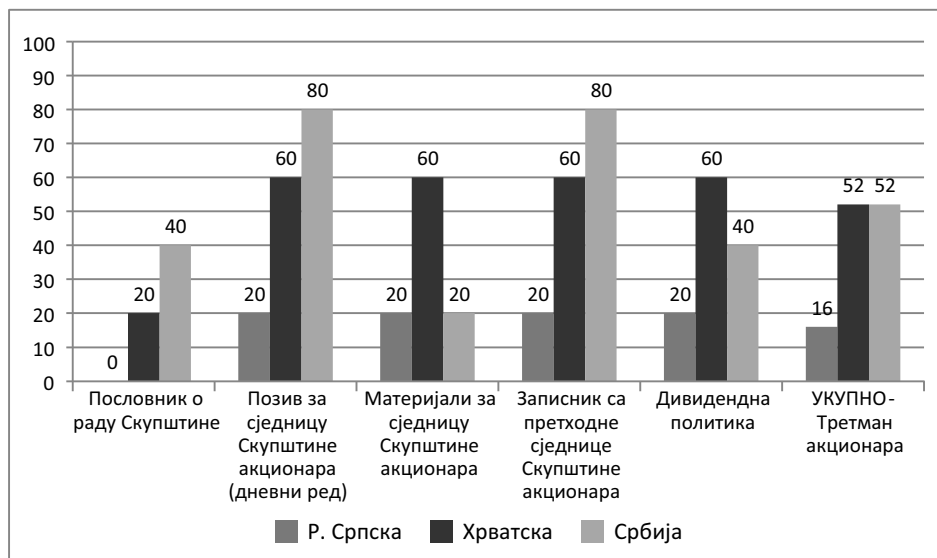
Транспарентности података о припреми акционара на интернет страницама предузећа у РС, Хрватској и Србији на званичном језику



Извор: Аутори

**Дијаграм 10.**

Транспарентности података о припреми акционара на интернет страницама предузећа у РС, Хрватској и Србији на енглеском језику



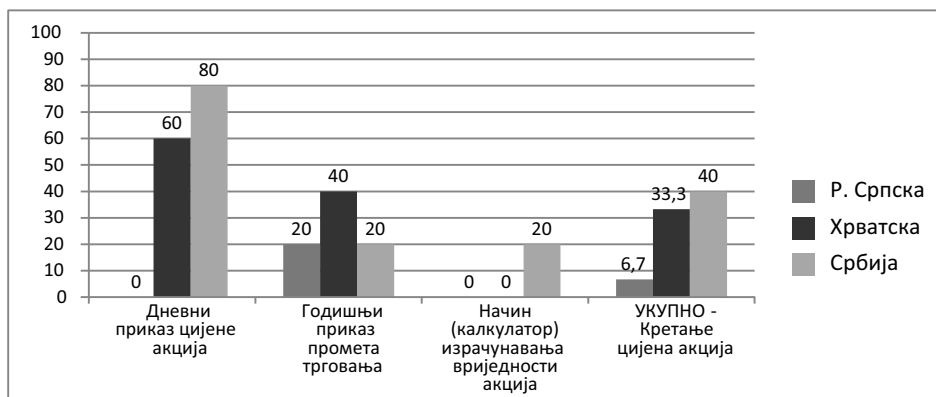
Извор: Аутори



Иако је објављивање Позива за сједницу Скупштине акционара, те пратећи материјали и записници, законска обавеза предузећа у РС, само двије организације објављују ове податке на својим интернет страницама на српском језику, а тек једна на енглеском језику. У Србији и Хрватској је укупна оцјена на домаћем језику од 68% (Хрватска) и 80% (Србија) задовољавајућа, док на енглеском језику за ову варијаблу ни ове двије државе немају пролазну оцјену. У Хрватској (осим Пословника о раду Скупштине који је релативно запостављен) само једно предузеће није уопште објавило ове податке и још једно их не објављује на енглеском језику.

### Дијаграм 11.

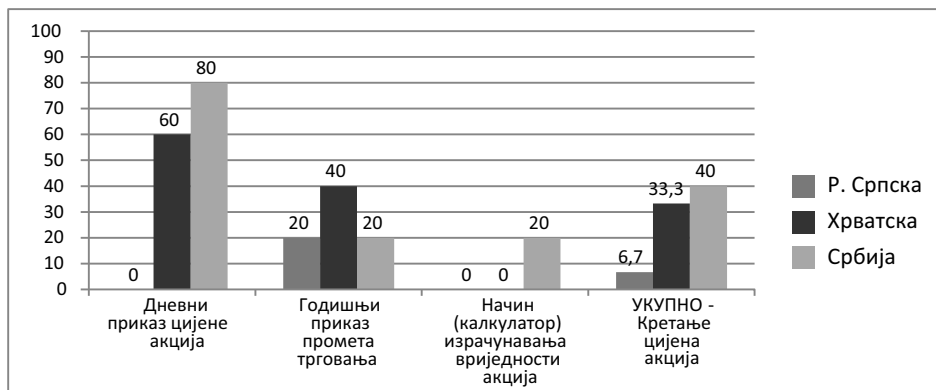
Транспарентности података о кретању цијена акција на интернет страницама предузећа у РС, Хрватској и Србији на званичном језику



Извор: Аутори

### Дијаграм 12.

Транспарентности података о кретању цијена акција на интернет страницама предузећа у РС, Хрватској и Србији на енглеском језику



Извор: Аутори

Варијабла „Кретање цијена акција” је најлошије оцијењена категорија код свих анализираних предузећа. Ово је такође једина варијабла гдје је једнака транспарентност података на оба језика, односно гдје су идентични подаци објављени и на енглеском и на домаћем језику. Дневни приказ цијена акција у Србији и Хрватској се у одређеној мјери и објављује, за разлику од РС, као што се види у Дијаграму 11 и 12. Од петнаест анализираних интернет страница, само је на једној објављена ставка Начин (калкулатор) израчунавања вриједности акција. Једна ставка која на одређен начин одступа од просјека је Дневни приказ цијене акција у Србији, са 80% предузећа која објављују овај податак.

## 5. Дискусија

Поређење података из РС са добијеним подацима из Хрватске и Србије, земље са којима РС дијели донекле сличне економске и културолошке услове, подстакло је неколико интересантних питања.

Резултати истраживања показују да Србија и Хрватска, са својим просјечним оцјенама од 66% и 71% објављивања података, имају задовољавајућу транспарентност на службеним језицима. Предузећа у РС имају најслабију транспарентност, у односу на анализирана подручја, што је у складу и са претходним истраживањима гдје је РС имала најнижи ниво корпоративног управљања (Тодоровић, 2010). Хрватска је, дакле, показала најбољи степен објављивања података на интернет страницама предузећа, а поредећи са ранијим резултатима истраживања (Дропулић, Ружић, 2011; Тодоровић, 2007; Север, 2009), интересантно је да су у само неколико година успјели постићи значајно побољшање. На примјер, хрватска предузећа су прије пет година објављивала финансијске извјештаје на свега 66% интернет страница (Север, 2009) док су у овом истраживању за транспарентност финансијских података добили резултат од чак 95%.

Иако би се можда могло претпоставити да је утицај власништва страних организација имало овај позитиван утицај на хрватска предузећа, чињеница јесте да и многа српска предузећа у својој власничкој структури имају иностране акционаре. Специфична околност Хрватске је њихов предстојећи улазак у Европску унију, те је то можда још један од разлога што су успјели постићи виши ниво транспарентности. Још једна могућа претпоставка за већи успјех хрватских предузећа у корпоративном управљању је попуњавање годишњег упитника Загребачке берзе, који служи као својеврсни подсјетник за активности везане за транспарентност и корпоративно управљање.

Упркос томе што Хрватска и Србија показују бољу транспарентност од РС, ипак нису постигле задовољавајући ниво транспарентности за обја-

вљивање података на енглеском језику. Ниједна држава, као ни РС, није добила пролазну оцјену, што је такође био случај и у ранијим испитивањима. У РС је 2007. године само 30% предузећа имало енглеску верзију интернетске странице (Тодоровић, 2007), док их је 2011. у Хрватској свега око 59% своје странице преводило на енглески језик (ХАНФА, 2012). С друге стране, бар су у овом истраживању сва предузећа имала сопствене интернетске странице, што би можда било сувишно и спомињати, да се многи аутори у ранијим истраживањима нису сусретали са ситуацијом да одређен постотак анализираних предузећа чак нема ни своју страницу (Беговић и сарадници, 2008; Тодоровић, 2007; Север, 2009).

За сусједне државе један од највећих изазова представљала је категорија „Управљачка структура” гдје су Хрватска и Србија показали много слабију транспарентност у односу на остале варијабле. Најлошији ниво постигнут је за објављивање биографија чланова руководства и управних одбора, те политике исплаћивања накнада. Чини се да је управо објављивање накнада критична ставка и за развијеније државе, што опет доводи до питања да ли би правилници који строжије регулишу област корпоративног управљања помогли у постизању вишег нивоа транспарентности.

Дивидендна политика и категорија о кретању цијена акција показале су се као релативно

лоше објављиване код свих предузећа у овом истраживању. Како је инвеститорима питање дивиденде приоритетна ставка при доношењу пословних одлука, резултати показују генерално ниско стање с обзиром на значај ове теме (Србија и Хрватска са 60%, а РС 20%). Тодоровић (2010) навео је да дивидендна политика не постоји у нашим предузећима и да већина предузећа до сада није исплаћивала дивиденду. Један добар примјер како би се требало односити према приказивању дивидендне политике уочен је током поређења предузећа РС са хрватским интернет страницама. Једно је предузеће из Хрватске, на својој интернет страници направило одјељак за често постављана питања и у склопу ове странице су објашњене теме попут права на дивиденду, коме се обратити у случају проблема са исплатом дивиденде, итд. Исто је предузеће у склопу свог годишњег извјештаја детаљно описало политику дивиденде.

Ипак, највећи изазов за предузећа у сва три анализирана подручја било је пружање актуелних информација о стању акција на интернет страницама. Категорија која укључује информације о кретању цијена акција била је најниже оцијењена, на спрском и на енглеском језику. Ниједно предузеће у РС није имало Дневни приказ цијене акције, нити Калкулатор израчунавања вриједности акција. Укупно гледајући, само једно од 15 анализираних предузећа објавило је Калкулатор вриједности акција. Ови подаци добијају

још више на тежини када се узме у обзир да су предузећа добијала поен за присуство ових ставки, чак и када су имали линк који је био упућен према том податку на интернет страници Берзе.

Чињеница да ниједно од анализираних предузећа не показује високи ниво транспарентности доводи у питање начин на који би се стопостотно објављивање података могло постићи. Упркос томе што постоје јасни закони, кодекси и правила која регулишу ову област, транспарентност је ипак на релативно ниском нивоу, посебно у РС, што имплицира да су потребни још строжији закони или напротив, више промовисања добровољне транспарентности. Као што је већ дискутовано у прегледу литературе, чини се да предузећима недостаје довољно мотивације да сами снесу одговорност за успјешну транспарентност, јер су често у већинском власништву једног акционара или што претежно нема прикупљања новог капитала емисијом акција. Инвеститори, с друге стране, немају довољну моћ да утичу на побољшање транспарентности, док владе, упркос томе што имају интерес у добром функционисању предузећа, превише су зависне од адекватног судског оквира. Берзе се можда и највише труде око промовисања корпоративног управљања и њихови напори јесу дали резултат, међутим, с обзиром на резултате истраживања, ни то није довољан корак да се успостави боља транспарентност.

Било би наравно најбоље да предузећа сама спознају предности транспарентности, те да примијењују квалитетно корпоративно управљање добровољно. Међутим, ипак се чини да би код нас можда било простора за додатан правилник са конкретним упутствима дјеловања, који би даље регулисао читаву област. Предузећа своју нетранспарентност правдају управо непостајањем правне и законске обавезе (Беговић и сарадници, 2008; Дропулић-Ружић, 2011) и јасних и ефикасних правила, те одговарајућег механизма за спровођење закона (Хорак и Бодирога-Вукобрат, 2011). Можда добровољни кодекси и смјернице више одговарају економски развијенијим државама са ниским нивоом корупције и динамичнијим берзанским тржиштем, док је у земљама у транзицији потребно успоставити правила која приморавају предузећа да покажу бољу транспарентност? У сваком случају, потребна су многа додатна истраживања како би се спознао оптималан начин усклађивања законског оквира са добровољном транспарентности.

## **6. Закључак**

Резултати истраживања јасно указују на простор за побољшање транспарентности на интернет страницама предузећа у РС, иако се, у складу са претходним истраживањима, примјењује стални напредак. Како квалитет-

но корпоративно управљање и транспарентност омогућава раст и бољу економску ефикасност, те утиче на свеукупно функционисање тржишне економије, ово остаје област вриједна истраживања и даљих унапређивања.

Резултати истраживања дају повод одређеним препорукама за предузећа у вези са корпоративним управљањем. Један од циљева истраживања јесте било установити најбоља рјешења за побољшање транспарентности предузећа. Регулаторна и савјетодавна тијела би требало да успоставе правилник који би био још конкретнији од постојећих кодекса, стандарда и закона и који би на једноставан и јасан начин, без простора за двосмислено тумачење, предузећима објаснио мјере које је потребно подузети за квалитетну транспарентност. Образовање на тему корпоративног управљања је очигледан потребно с обзиром на резултате истраживања, на примјер кроз конкретну обуку релевантних менаџера и кампање о предностима транспарентности. На нашим просторима постоји и недостатак знања о начинима кориштења савременијих начина комуницирања и информационих технологија, тако да постоји потреба за промовисањем и образовањем на ову тему. Јавно препознавање и награђивање предузећа која имају добру транспарентност од стране регулаторних тијела, берзи, итд. још један је начин да се генерално промовише корпоративно управљање.

Одређене препоруке произилазе из добрих примјера које су се уочиле на интернет страницама анализираних предузећа. На примјер, ради праведног третмана акционара читава интернет страница треба да буде преведена на енглески језик, те да се преводи редовно ажурирају заједно са осталим информацијама. Постављање линка ка инвеститорима у навигацији или информације о стању акција већ на почетној страници јасно указује на посвећеност корпоративном управљању.

## Литература

- Bassen, A. (2005). The implementation of good corporate governance by institutional investors: The Scorecard for German Corporate Governance [Elektronska verzija]. *International Journal Of Disclosure & Governance*, 2(3), 244-263.
- Беговић, Б., Бисић М., Ђулић, К., Живковић, Б., Јоловић, А. и Мијатовић, Б. (2008). *Корпоративно управљање: Пет година касније* [Пауер поинт презентација], Извјештај Центра за либерално-демократске студије. Београд: Службени гласник. Доступно на: [http://www.clds.rs/newsite/korporativno\\_upravljanje\\_08.pdf](http://www.clds.rs/newsite/korporativno_upravljanje_08.pdf)
- Bhasin, M. (2005). „Dharma” in corporate governance: Transparency the biggest challenge in asian countries. *EBS Review*. (20), 99-109.
- Cheung, Y., Jiang, P. & Tan, W. (2010). A transparency disclosure index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal Of Accounting & Public Policy*. 29, 259-280.

- Cormier, D., Ledoux, M. & Magnan, M. (2009). The use of web sites as a disclosure platform for corporate performance. *International Journal Of Accounting Information Systems*. 10(1), 1-24.
- Cretu, R. (2012). Corporate governance and corporate diversification strategies. *Review Of International Comparative Management*. 13(4), 621- 633.
- Дропулић-Ружић, М. (2011). Корпоративно управљање у хотелским подuzeћима – случај Хрватске [Електронска верзија]. *Економска мисао и њакса*. (1), 171-201.
- Feizizadeh, A. (2012). Corporate governance: Frameworks. *Indian Journal Of Science & Technology*. 5(9), 3353-3361.
- Feleaga, N., Feleaga, L., Dragomir, V. & Bigioi, A. (2011). Corporate governance in emerging economies: The case of Romania. *Theoretical & Applied Economics*. 18(9), 5-16.
- Fong, S. C. & Wong, M. Y. (2011). Corporate governance disclosure in Hong Kong fashion retailing industry. *Indian Journal Of Corporate Governance*. 4(1), 1-20.
- Хорак, Х. и Бодирога-Вукобрат, Н. (2011). Legal aspects of corporate governance in Croatia: issue of state owned companies [Пауер поинт презентација]. Презентација презентована на Првој међународној конференцији „Corporate governance – new experiences: Implementation in South Eastern Europe”, Загреб, Хрватска, 3. и 4. новембар 2011. Доступно на интернет страници: <http://web.efzg.hr/dok/PRA/kdumancic//Hana%20Horak.pdf>
- Jiang, Y., Raghupathi, V. & Raghupathi, W. (2009). Content and design of corporate governance web sites. *Information Systems Management*. 26, 13-27.
- Kelton, A. S. & Yang, Y. (2008). The impact of corporate governance on internet financial reporting [Elektronska verzija]. *Journal Of Accounting & Public Policy*. 27(1), 62-87.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2002). *Investor protection and corporate valuation*. *Journal of finance*. 57(3), 1147-1170.
- Martin, J. A. & Combs, J. G. (2010). Sarbanes-Oxley: Does the Cost Knock Your Socks Off? *Academy Of Management Perspectives*. 24(3). 103-105.
- Martynova, M. & Renneboog, L. (2011). Evidence on the international evolution and convergence of corporate governance regulations [Elektronska verzija]. *Journal Of Corporate Finance*. 17(5), 1531-1557.
- Савовић, С. (2009). Правна регулатива процеса преузимања предузећа. *Economic Themes*, 47(3), 135-147.
- Север, С. (2009). Стање и перспективе финансијског извјештавања и ревизије у котирајућим подuzeћима у Републици Хрватској. *Зборник Економској факултету у Загребу*, 7(2), 75-87.
- Sørensen, K. (2009). Disclosure in EU corporate governance - A remedy in need of adjustment?. *European Business Organization Law Review*. 10(2), 255-283.
- Тодоровић, З. и Тодоровић, И. (2007). Истраживање о достигнутом нивоу корпоративног управљања у акционарским друштвима у Републици Српској. Бања Врућица, Теслић, 2007.
- Тодоровић, З. и Тодоровић, И. (2010). Тренутно стање корпоративног управљања у Републици Српској Презентовано на Петој међународној конференцији Ба-

- њалучке берзе, Бања Лука, 2010, 20. мај 2010. Преузето 02.02.2013. са интернет странице <http://konferencija.blberza.com/2010/default.aspx?page=presentations>
- Tung, B. & Sankaran, S. (2009). E-disclosure of financial information and the capacity to Borrow. *Academy Of Accounting & Financial Studies Journal*. 13, 33-52.
- Udo C., B. & Juergen, N. (2006). Enlarged EU: enlarged corporate governance? Why directives might be more appropriate for transition economies. *Corporate Governance: The International Journal Of Effective Board Performance*. 6(3), 296-304.
- Вуковић, Н. (2011). Представљање резултата истраживања о достигнутом нивоу КУ у Републици Српској, Презентовано на Шестој међународној конференцији Бањалучке берзе, Бања Лука, Република Српска, 19. мај 2011. Преузето 02.02.2013. са интернет странице <http://konferencija.blberza.com/2011/default.aspx?page=presentations>
- Вуковић, Н. (2012). Представљање резултата истраживања о достигнутом нивоу КУ у Републици Српској, Презентовано на Седмој међународној конференцији Бањалучке берзе, Бања Лука, Република Српска, 6. јуни 2012. Преузето 02.02.2013. са интернет странице <http://konferencija.blberza.com/2012/?page=presentations>

