

Miroljub Labus

Korporativni sektor u Srbiji: Narodni kapitalizam ili tajkunizacija

Rezime

Korporativni sektor u Srbiji je nastao u procesu privatizacije društvene svojine. Ovaj process je bio protivrečan - favorizujući najpre formiranje velikog broja malih akcionara, a na kraju podržavajući prodaju preduzeća malom broju strateških investitora. Tako je došlo do velike koncentracije akcionarske svojine i do velikog broja malih akcionara. Koncentracija svojine je rešila problem kontrole nad preduzećima, ali je stvorila problem zaštite prava manjinskih akcionara. To ima nepovoljne efekte na ulaganje finansijskih investitora u realni sektor privrede, što zadržava nizak nivo kapitalizacije preduzeća. Takođe postoje negativne političko-socijalne posledice postojanja velikog, a anonimnog kapitala na dalju tranziciju u Srbiji. U ovom radu se po prvi put prezentuje kompletna struktura svojine u korporativnom sektoru Srbije.

Ključne reči: Akcionarska društva, privatizacija, koncentracija svojine, manjinski akcionari

JEL klasifikacija:

Ovaj rad predstavlja prilog za zbornik radova [urednik Gašo Knežević]
posvećen u čast profesora Dobrosava Mitrovića

Pravni fakultet
Beograd
Mart, 2007

Korporativni sektor u Srbiji kasni u tranziciji za drugim privrednim oblastima prema oceni Evropske banke za obnovu i razvoj. Njegov budući razvoj zahteva suštinsko poboljšanje u korporativnom upravljanju, značajne nove investicije uključujući i manjinska ulaganja finansijskih investitora, kao i efektivnu korporativnu kontrolu putem tržišta i domaćih finansijskih institucija [EBRD, 2006].

Korporativno upravljanje rešava problem kolektivnog odlučivanja u slučaju široke disperzije vlasništva i razrešava sukob interesa između različitih interesnih grupa. Pregled literature uočava jednu fundamentalnu dilemu koja danas postoji u ovoj oblasti – kako regulisati ponašanje velikih akcionara da bi se zaštitili manjinski akcionari, a da pritom to ne poveća diskreciju i samovolju uprave preduzeća [Becht, M. et al. 2005]. Ovo je posledica često primenjenog metoda visoke koncentracije vlasništva u akcionarskim društvima. Pokazalo se da takva koncentracija najčešće ide na štetu manjinskih akcionara i da stvara problem likvidnosti na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti.

U Srbiji je korporativni sektor nastao kroz proces privatizacije. Ona je u početku favorizovala male akcionare i disperziju vlasništva, a kasnije je dramatično promenila trend ka favorizovanju velikih akcionara. Sve ovo je otvorilo pitanje kakva je danas krajnja rezultanta ovakvih protivrečnih procesa. Istraživanja su vrlo retka i ne obuhvataju poslednje tri godine kada su nastale brojne promene [Begović, 2003]. Istovremeno, zvanični podaci su neodređeni i mogu biti potpuno pogrešno protumačeni. *Centralni registar hartija od vrednosti* upravo je objavio da preko 99 odsto akcionara pripada kategoriji malih akcionara i da je dve trećine akcionarskog kapitala u vlasništvu pravnih lica [CRHOV, 2007]. Ako bi se ove dve činjenice spojile stekao bi se utisak da su mali akcionari zamenili samoupravljače, a da je “narodni kapitalizam” zamenio samoupravljanje i društvenu svojinu.

Ovakav utisak je suprotan opštem uverenju o značajnoj ulozi tajkuna u srpskoj privredi. Istovremeno, on je suprotan nalazima u ovom radu. Ovo je prvi rad koji precizno analizira strukturu vlasništva akcionarskih društava u Srbiji. Analiza se zasniva na knjigovodstvenim podacima za ceo korporativni sektor onako kako je registrovan u *Centralnom registru hartija od vrednosti* na kraju prvog kvartala 2007.g.^{1/} Naši nalazi daju jednu novu sliku o strukturi svojine u Srbiji. Svaki drugi radnik je vlasnik bar jedne akcije preduzeća u kome radi, ali je položaj manjinskih akcionara nesiguran i praktično nezaštićen u odnosu na velike vlasnike i upravu preduzeća. Paradoksalno ali tačno, zajedno sa ovakvom širokom disperzijom vlasništva ide i njegova veoma visoka koncentracija. Obe ove stvari zahtevaju da se pažljivo usmeri dalji proces razvoja korporativnog sektora u Srbiji.

^{1/}Pozdravljamo transparentnost *Centralnog registra hartija od vrednosti* koji na svom web sajtu www.crhov.co.yu daje strukturu vlasništva za sva akcionarska društva. Njih je polovinom marta 2007.g. bilo 2042. U toku pisanja ovog rada, na našu inicijativu, *Centralni registar* je pored stranice “Struktura vlasništva preduzeća” uveo dodatnu stranicu “Struktura vlasništva preduzeća - Zbirni pregled” na kojoj su navedeni neki od zbirnih podataka koje smo koristili u ovom radu. Za ostale podatke morali smo sami da se snadjemo jer *Centralni registar* nije bio raspoložen da nam stavi na raspolaganje svoju bazu podata. Mi smo, na osnovu podataka sa njihovog web sajta, formirali našu bazu podataka sa 1885 preduzeća i nazvali je *ADI885*. Toliko je bilo aktivnih preduzeća u momentu zatvaranja baze podataka. Ovakva baza podataka se stalno menja – i po broju emitenata i po akcionarima. Zato smo napravili presek sa 15. martom 2007.g. i posle ovog datuma nismo uzimali u obzir promene mada smo bili upoznati sa nekima od njih. Naravno, sva analitika u ovom radu je sačinjena na osnovu naše baze podataka i *Centralni registar* ne snosi nikakvu odgovornost za dobijene rezultate.

Rad je podeljen na pet delova, osim uvoda i zaključka. U prvom delu smo pokazali kako su različiti metodi privatizacije napravili ceo jedan spektar novih tipova akcionara. Potom smo analizirali veličinu i osnovne karakteristike korporativnog sektora u Srbiji. U trećem delu smo pokazali da korporativni sektor počiva na privatnoj svojini, ali da učešće državnog sektora još uvek iznosi oko 20 odsto. U četvrtom delu izložimo rezultate istraživanja stvarne strukture vlasništva u korporativnom sektoru Srbije koja pokazuje veoma visoki stepen koncentracije. U petom delu je analiziran uticaj tipova svojine na ovu koncentraciju. I na kraju rada, na osnovu nalaza o koncentraciji svojine, dajemo preporuke kako dalje da se razvija korporativni sektor u Srbiji.

Privatizacija i novi vlasnici

Korporativni sektor počiva na privatnoj svojini i korporativnom upravljanju. Privatizacija je bila ključni faktor za formiranje takvog sektora u Srbiji. On je nastao putem privatizacije društvenih preduzeća kojima se upravljalo na bazi samoupravljanja zaposlenih lica. U prvom koraku društvena preduzeća su pretvorena u akcionarska društva, a u drugom koraku je izvršena njihova privatizacija. Taj proces nije doveden do samog kraja, jer još uvek postoji jedan broj društvenih preduzeća koja nisu privatizovana. Na drugoj strani, u postojećem korporativnom sektoru 20 odsto kapitala još uvek se nalazi u društvenoj ili državnoj svojini.

Privatizacija u Srbiji nije bila ni dosledan ni jednosmeran proces. Ona je započela sa idejom da se princip “fabrike radnicima” (uveden još 1953.godine) zameni sa novim načelom podele “akcije radnicima” besplatno ili uz veliki popust, a završila se prodajom preduzeća strateškim investitorima. U međuvremenu u 1994.g. bila je potpuno poništena privatizacija - kao nepravedna - jer je bila sprovedena u uslovima hiperinflacije [Labus, 2006].

U našoj privredi bila su u upotrebi tri različita modela privatizacije. Prvi model je bio na snazi od 1991.g. do 1997.g. i zasnivao se na prodaji akcija s popustom zaposlenim licima radi stvaranja *radničkog internog akcionarstva*. Drugi model je uveden 1997. godine. On se pretežno oslanjao na *besplatnu raspodelu* akcija uz dopunsku primenu metoda prodaje sa popustom ili bez popusta. Treći model privatizacije je uveden u leto 2001. godine. To je model *prodaje kapitala* ili imovine preduzeća strateškom vlasniku. Ostavljena je, takodje, mogućnost besplatne podele akcija za rezidualni deo neprivatizovanog kapitala.

Tabela 1: Upporedna analiza modela privatizacije

	Naknada		Kupci		Predmet		Obaveznost		Prihodi	
	Da Tržišna	Ne Popust	Inves- titor	Zapos- leni	Akcije	Firma	Da	Ne	Inter- no	Ekster- no
Prodaja sa diskontom		✓		✓	✓			✓	✓	✓
Besplatna podela			✓	✓	✓			✓		
Prodaja	✓		✓		✓	✓	✓			✓

Sva tri modela privatizacije smo nazvali prema njihovoj dominantnoj karakteristici. U osnovi svaki od njih predviđa mogućnost kako prodaje tako i besplatne podele akcija preduzeća. Razlike se formiraju samo u pogledu dominantne komponente. Na tabeli 1. prikazane su dominantne komponente svakog od tri primenjena modela privatizacije prema tome kako se tretira tržišna naknada (prodajna cena), ko su kupci, šta je predmet privatizacije, da li postoji oročenost celog procesa i koje su glavne namene privatizacionih prihoda. Njihov detaljan opis je

dat u [Labus, M. 2006].

Pre privatizacije, komercijalni sektor u privredi Srbije je počivao isključivo na društvenoj svojini. Preduzećima su upravljali zaposleni radnici, a država je imala položaj rezidualnog vlasnika koji je mogao da preuzme neposrednu kontrolu nad preduzećem samo u slučajevima ako je pretilo pokretanje stečajnog postupka. Osim vlasničke, država je imala i regulatornu funkciju na osnovu koje je značajno intervenisala na tržištu. Čak i u javnom sektoru koji pruža infrastrukturne usluge nije postojala državna svojina, nego su i ta preduzeća bila u društvenoj svojini.

Sa otvaranjem procesa privatizacije, javna infrastrukturna preduzeća (kako nacionalna tako i lokalna) prelaze u državnu svojinu, a komercijalni privredni sektor se najpre korporatizuje, a potom privatizuje. Tri navedena modela privatizacije stvorila su široku lepezu tipova svojina u akcionarskim društvima: državnu, društvenu, svojinu javnih fondova, privatnu svojinu fizičkih lica, privatnu svojinu pravnih lica (sa anonimnim kapitalom) i svojinu konzorcijuma privatnih fizičkih i pravnih lica. Na tabeli 2. naveli smo kakve je posledice po kreiranje ovih novih vlasnika imao svaki primenjeni metod privatizacije.

Tabela 2. Formiranje novih vlasnika

Modeli privatizacije	Dominantni vlasnici	Vlasnici korisnici	Rezidualni vlasnici
Prodaja uz diskont	Zaposleni u preduzeću	Penzioni fond Fond za zapošljavanje Fond za razvoj Društvena svojina	Društvena svojina Privatizacioni fond
Besplatna podela	Zaposleni u državnom ili društvenom sektoru	Penzioni fond Fond za razvoj Fond za zapošljavanje Državni budžet	Akcijski fond
Prodaja	Investitori	Državni budžet	Svi građani

Po prvom modelu društveni kapital se prodavao po procenjenoj vrednosti, ali sa popustom. Po ovom rešenju treba razlikovati prodaju društvenog kapitala od pribavljanja dodatnog kapitala izdavanjem internih akcija društvenog preduzeća. U oba slučaja dotadašnje društveno preduzeće moralo je da se statusno reorganizuje kao akcionarsko društvo.

Interne akcije sa popustom su se mogle prodavati zaposlenim licima u preduzeću, licima koja su ranije bila zaposlena u tom preduzeću i njihovim naslednicima prvog naslednog reda. Akcije bez popusta mogu se prodavati svim ostalim domaćim ili stranim fizičkim ili pravnim licima. Ako se interne akcije izdaju sa popustom, svi ovlašćeni kupci imaju popust od 20 odsto od nominalne vrednosti kupljenih akcija, kao i dodatni popust od 1 odsto na svaku punu godinu radnog staća. Zaposlenima se po ovoj osnovi priznaje najviše 40 godina radnog staža. Nominalna vrednost kupljenih akcija s popustom po pojedincu nije mogla biti veća od 20.000 nemačkih maraka.

Raspodela dobijenih sredstava od prodaje akcija zavisila je od toga da li su akcije prodate sa popustom ili bez popusta. Ako su prodate bez popusta, raspodela ostvarenog prihoda imala je sledeći oblik: Fond za razvoj prisvajao je 60 odsto vrednosti, Penzioni fond 30 odsto vrednosti, a preostalih 10 odsto vrednosti pripadalo je Fondu za zapošljavanje. Ako je prodato preduzeće bilo deo holding kompanije, ostvarena novčana sredstva pripadala su holding preduzeću. Ako su akcije bile prodate sa popustom, onda je raspodela ostvarenih novčanih sredstava bila sledeća: 50 odsto se uplaćivalo u Penzioni fond, a preostalih 50 odsto se unosilo u poslovni fond preduzeća.

Društvena preduzeća su mogla da se u celini ili delimično prodaju kako domaćim tako i stranim licima, kako fizičkim tako i pravnim licima. Novčana sredstva ostvarena prodajom

preduzeća pripadala su Fondu za razvoj.

Sve što nije bilo privatizovano ostalo je u društvenoj svojini. Kako su akcije mogle da se kupe in a otplatu s rokom plaćanja do 5 godina, jedan broj kupaca je u međuvremenu odustao od uplate kupovne cene. Te akcije su bile prenete u portfelj Privatizacionog fonda.

Drugi model privatizacije se oslanjao na besplatnu raspodelu akcija ili udela u kapitalu društvenih i državnih preduzeća, uz dopunsku primenu metoda prodaje sa popustom ili bez popusta. Ceo proces privatizacije je bio zamišljen da se obavi u dva kruga. U prvom krugu se upisuju akcije, odnosno vrši se besplatna raspodela akcija ovlašćenim licima, dok se u drugom krugu prodaju preostale akcije putem direktne pogodbe ili na berzi.

Sama preduzeća određuju kada će da započnu proces privatizacije. Zajedno sa tom odlukom moraju da odrede koji će deo kapitala da besplatno raspodele, a koji deo da ponude na prodaju u drugom krugu. No, pre toga, moraju da izdvoje 10 odsto kapitala za Penzijsko-invalidski fond. Potom, preduzeće može najviše 60 odsto svog kapitala da ponudi na privatizaciju putem besplatne raspodele akcija.

Ovlašćena lica koja mogu da učestvuju u ovom procesu privatizacije su sadašnji ili bivši zaposleni koji su radili na sredstvima u društvenoj ili državnoj svojini na teritoriji Republike Srbije, u preduzeću, bolnici, vojsci, u prosveti, državnoj upravi ili bilo kojoj drugoj državnoj ili društvenoj organizaciji ili instituciji i zemljoradnici koji su imali socijalno i penziono osiguranje.

Prvi krug privatizacije se završava zaključivanjem ugovora o besplatnom sticanju akcija. Međutim, ukupan iznos dobijenih akcija nije odmah raspoloživ za tržišne transakcije nego tek nakon određenog perioda, ali ne duže od 5 godina.

Deo kapitala koji je preostao posle prvog kruga besplatne podele akcija privatizuje se metodom prodaje akcija. Prodaja akcija može da se realizuje sa popustom i bez popusta. Moguće je da preduzeće putem direktne prodaje ne proda sav iznos akcija. Neprodane akcije se tada prenose na Akcijski fond koji ih potom prodaje na berzi. Prihod od prodatih akcija se raspodeljuje na Fond za razvoj, koji dobija 50 odsto prihoda, Zavod za zaštitu rada koji dobija 25 odsto prihoda i Fond penzijskog i invalidskog osiguranja koji dobija preostalih 25 odsto prihoda.

Poslednji, treći model privatizacije zasniva se na prodaji kapitala (imovine) strateškom investitoru. Do 70 odsto kapitala se prodaje, dok se preostali deo od 30 odsto besplatno raspodeljuje zaposlenima ili svim građanima nakon završetka celog postupka privatizacije. Zaposleni u preduzeću imaju pravo da kupe akcije, samostalno ili udruženo, ali se najveći broj kupaca javlja iz redova spoljnih vlasnika. Prihod od prodaje akcija ide državnom budžetu koji ga onda raspoređuje na određene namene (pokriavanje deficita budžeta, finansiranje infrastrukture u lokalnoj samoupravi, u fond za restituciju i sl.).

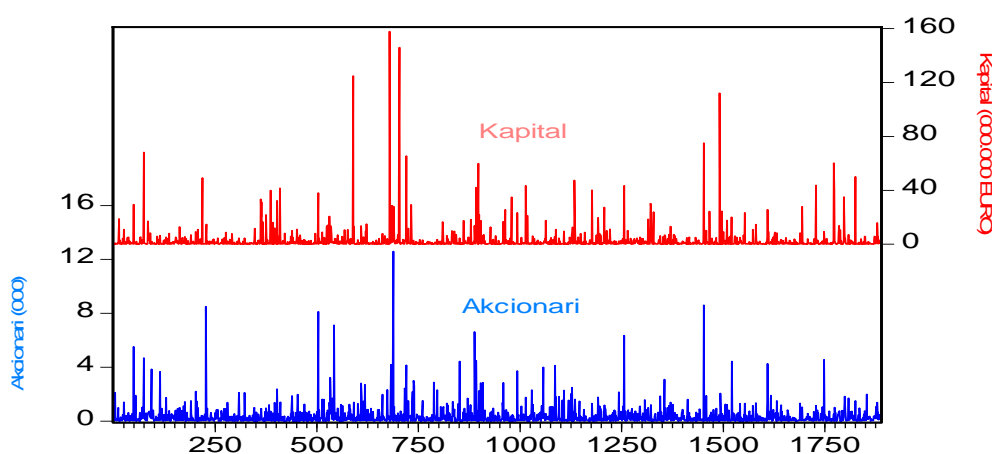
Na ovaj način su stvoreni različiti vlasnici akcija čije odnose ćemo analizirati u narednom delu ovog rada.

Korporativni sektor

Baza podataka koju smo nazvali *ADI885* je napravljena na osnovu informacija koje daje *Centralni registar hartija od vrednosti*. Za 1885 aktivnih akcionarskih društava izdvojeni su podaci o prvih deset akcionara. Ti podaci se odnose na broj akcija, broj glasova, vrednost akcija i udeo te vrednosti u ukupnom kapitalu akcionarskog društva. Ovaj poslednji podatak je bio osnova za izračunavanje ukupne vrednosti kapitala svakog pojedinačnog akcionarskog društva. Naravno, ovde se radi o knjigovodstvenoj vrednosti akcija, a ne o njihovoj tržišnoj vrednosti. Samo mali broj akcionarskih društva je izašao na tržište kapitala do 10. marta 2007.g. što

predstavlja vremenski presek formiranja baze podataka *ADI885*. Po zakonskim propisima do tog istog datuma su sva otvorena akcionarska društva morala da se prijave *Beogradskoj berzi* radi otvaranja trgovine svojim hartijama od vrednosti. Ostaje za neko kasnije istraživanje da se analiziraju rezultati ove zakonske mere i da se uporede knjigovodstvene i tržišne vrednosti akcionarskog kapitala. Vrednosti su date u tekućim dinarima i preračunate u evre po kursu 80 din/EURO. Baza podataka *ADI885* odnosi se na akcionarska društva iz svih sektora privrede i uključuje banke, osiguravajuća društva i brokerske organizacije.

Prema evidenciji *Centralnog registra* ukupan broj akcionara (uz mogućnost ponavljanja istih fizičkih i pravnih lica u više akcionarskih društava) iznosio je 818.740, a ukupna vrednost akcionarskog kapitala 5.970 milijardu evra (po kursu od 80 dinara za jedan evro).



Slika 1. Kapital i akcionari

Na slici 1. su prikazana sva preduzeća prema broju akcionara i visini kapitala. Izvesna korelacija izmedju ovih veličina postoji ($r=0.278$), tako da veličina kapitala jednim delom privlači broj radnika. Drugim delom odnosi izmedju kapitala i akcionara mogu da se objasne jednim drugim faktorom o kome podaci daju jasnu indiciju. Radi se, verovatno, o razlikama u tehnologiji koju preduzeća koriste. Kako su akcionari pretežno zaposleni u akcionarskim društvima, moguće je zaključiti da velika akcionarska društva preferiraju kapitalno intenzivnu tehnologiju, a mala akcionarska društva radno intenzivnu tehnologiju.

Ako velikim akcionarskim društvima smatramo sva preduzeća čiji je kapital veći od deset miliona evra, onda se u njima nalazi 19 odsto svih akcionara, dok njihov kapital predstavlja 57 odsto ukupnog kapitala. Ako pod malim akcionarskim društvima podrazumevamo ona čiji je kapital manji od milion evra, ona obuhvataju 33 odsto svih akcionara sa kapitalom koji predstavlja samo 7 odsto od ukupnog kapitala. Grupa srednjih preduzeća ima 48 odsto akcionara i raspolaže sa 36 odsto kapitala. Dakle, veliki kapital podržava kapitalno intenzivne metode rada, dok mali kapital finansira radno intenzivne metode rada.

Privatna svojina

Na tabeli 3. prikazani su podaci vezani za strukturu svojine akcionarskog kapitala. Navodimo

rezultate jedne i druge baze podataka. Kao što se vidi ocena o strukturi svojine se bitnije ne razlikuje mada je klasifikacija nešto drugačija. Mi smo svojinu državnih organa posebno izdvojili pod stavkom "državni kapital" dok je CRHOV to tretirao kao deo svojine pravnih lica, što formalno-pravno jeste, ali suštinski ima sasvim drugu ekonomsku funkciju. Takođe, pod državnim fondovima podrazumevamo ne samo *Akcijski fond* i *Fond za penziona i invalidsko osiguranje*, nego i ostale javne fondove kao što su *Fond za zdravstvenu zaštitu*, *Fond za zapošljavanje*, *Fond za razvoj* i *Privatizacioni fond*. Svi oni imaju neki svoj mali deo akcionarskog kapitala koji su dobili na osnovu dva metoda privatizacije koja su bila u upotrebi do leta 2001. godine. Konzorcijumi su pravna lica (društva sa ograničenom odgovornošću) ali nije jasno da li oni udružuju akcije samo fizičkih lica ili samo pravnih lica. Podaci iz *Centralnog registra* ukazuju i na njihovu mešavinu, ali u osnovi nisu dovoljni da se jasno razgraniči ovaj tip svojine.

Kada se sve ovo ima u vidu nema sumnje da oko 60 odsto akcionarske svojine pripada vlasništvu pravnih lica, a da jedna četvrtina te svojine pripada fizičkim licima. Važno je istaći da je uloga rezervisane društvene svojine u korporativnom sektoru mala i da se svodi na samo 3 odsto ukupnog kapitala.

Tabela 3. Struktura svojine na akcionarskom kapitalu

Tip svojine	ADI885	CRHOV
Državni kapital	5%	
Javni fondovi	12%	9%
Društveni capital (rezervisani)	3%	3%
Privatna svojina fizičkih lica	23%	24%
Privatna svojina pravnih lica	53%	61%
Konzorcijumi	3%	
Ostalo		3%

Napominjemo da u korporativnu svojinu akcijskog kapitala nismo uključili državnu svojinu javnih preduzeća. Prvo, javna preduzeća još uvek nisu pretvorena u akcionarska društva, pa se ovi podaci ni ne nalaze u *CRHOV*. Njihova statusna transformacija jeste na dnevnom radu, ali će verovatno biti završena najranije do kraja 2007. godine. Drugo, tamo gde smo identifikovali javno preduzeće kao akcionara nekog drugog preduzeća, to smo tretirali kao državnu svojinu.

Kod korporativne svojine odnosno svojine pravnih lica ne mogu da se prepoznaju krajnji vlasnici. Spisak krupnih srpskih kapitalista je manje-više poznat, ali se njihova imena ne nalaze u *Centralnom registru*. Oni se kriju, po pravilu, iza stranih kompanija čiju je vlasničku strukturu gotovo nemoguće utvrditi. Zato nismo ni pokušavali to da učinimo u ovom radu.

Akcionarska svojina fizičkih lica predstavlja 24 odsto ukupne svojine, po *CRHOV*, dok po našoj oceni možda i nešto više jer se jedan njen deo krije iza svojine konzorcijuma. Ova svojina je javno identifikovana u *Centralnom registru hartija od vrednosti* i vlasnici se znaju pod svojim imenom i prezimenom.

Ako pogledamo udeo državne svojine, državnih fondova i društvene svojine u ukupnom akcionarskom kapitalu, vidimo da je on negde oko 20 odsto, što nije zanemarljivi procenat. Očigledno je da je ovde zastala privatizacija i da nema nekog velikog razloga da nadležni organi ne sprovedu ovaj postupak do kraja. Tim pre, što su *Akcijski fond* i *Fond PIO* loši vlasnici koji prepuštaju upravi preduzeća ili drugim akcionarima da donose strateške privredne odluke. U tom smislu prava zaštita državne i društvene svojine u ovoj oblasti zahteva – paradoksalno – brzi završetak privatizacije jer o vrednosti ovih akcija niko efikasno ne brine.

Razumno je pretpostaviti da se iza korporativne svojine u prvom ili nekom sledećem

koraku na kraju krije svojina nekog fizičkog lica. Nismo imali indikacije da se iza stranih firmi nalazi u nekom većem broju strana državna svojina, mada postoji nekoliko jasnih slučajeva da se iza svojine stranog matičnog preduzeća u određenom procentu nalazi svojina strane matične države.

Imajući sve ovo u vidu, možemo pouzdano da zaključimo da je 80 odsto svojine akcionarskog kapitala u Srbiji - privatna svojina. Državna svojina, direktno ili indirektno, ne prelazi 20 odsto. Drugim rečima, korporativni sektor u Srbiji je u ogromnom delu u privatnom vlasništvu. Privatno vlasništvo, međutim, nije potpuno transparentno. Jedna trećina vlasništva je poznata javnosti (države i fizičkih lica), dok se dve trećine privatnog vlasništva (pravni lica) odnosi na anonimni kapital. Na taj način odnos anonimne i poznate svojine iznosi dva prema jedan.

Koncentracija kapitala

Srbija je zemlja u tranziciji i kao svaka takva zemlja mora da posveti posebnu pažnju mešovitom vlasništvu u privredi. Privatni vlasnici imaju jedne ciljeve poslovanja, dok država ima druge ciljeve. Sa razvijanjem svesti o potrebi socijalno odgovornog ponašanja preduzeća konflikt između ovih ciljeva se smanjuje, ali se ne isključuje. Odnos vlasništva je važan faktor za odgovor na pitanje šta valja očekivati, odnosno šta da očekujemo od ponašanja korporativne uprave u kojoj sede predstavnici i državnog i privatnog kapitala.

Za korporativno upravljanje u zemljama u tranziciji, međutim, nije važan samo odnos između državne i privatne svojine. Isto je tako značajno pitanje koncentracije svojine privatnih vlasnika. Veliki akcionari lako ostvaruju kontrolu nad preduzećem i imaju manje probleme sa nadgledanjem uprave preduzeća. Sa velikom disperzijom vlasništva i velikim brojem malih akcionara, principal-agent problem postaje izraženiji i donošenje strateških privrednih odluka sve više zavisi od uprave preduzeća, a ne od njihovih vlasnika. Na drugoj strani, velika koncentracija vlasništva otvara problem zaštite interesa malih akcionara. Pitanja transparentnosti poslovanja, revizije godišnjih izveštaja i mogućnosti da se lako prodaju akcije na berzi postaju posebno značajna. Bez dobrih rešenja u ovom domenu statutarna pravila o zaštiti manjinskih akcionara neće im omogućiti da na efikasan način ostvaruju svoja vlasnička prava. Istovremeno, to neće doprineti da akcionarsko društvo - čak i kada dobro posluje - lako prikuplja dodatni kapital na berzi. Finansijski investitori se plaše slabe zaštite prava manjinskih akcionara i izbegavaju takva preduzeća.

Imajući sve ovo u vidu pitanje koncentracije vlasništva u akcionarskim društvima u Srbiji dobija na posebnom značaju. Ako imamo, takodje, u vidu način na koji je sprovedena privatizacija, odgovor na ovo pitanje postaje još interesantniji. Početni metodi privatizacije - interna prodaja akcija uz diskont i besplatna raspodela akcija - favorizuju stvaranje "narodnog kapitalizma" u kome postoji veliki broj malih akcionara. To radja problem efikasne vlasničke kontrole preduzeća i prikupljanja dodatnog kapitala za investije i razvoj. Završni metod privatizacije - prodaja strateškim investitorima - favorizuje visoku koncentraciju vlasništva i zanemarivanje interesa malih akcionara. Imajući u vidu konfliktna svojstva navedenih metoda privatizacije, vreme je da vidimo šta se stvarno desilo sa korporativnim sektorom u Srbiji.

Tabela 4. Koncentracija akcionarskog kapitala

Rasponi	ADI885		CRHOV
	Po preduzeću	Po kapitalu	Po broju akcionara
Između 0% i 5%	26.3%	19.0%	99.5%
Između 5% i 10%	3.8%	4.0%	0.1%
Između 10% i 25%	11.4%	11.5%	0.2%
Između 25% i 33%	4.6%	4.3%	0.0%
Između 33% i 50%	5.6%	5.6%	0.0%
Između 50% i 66%	7.7%	8.8%	0.0%
Između 66% i 75%	23.1%	11.8%	0.1%
Između 75% i 100%	17.4%	35.1%	0.1%

Odgovor na ovo pitanje je sadržan u tabeli 4. *CRHOV* ima sve elemente da pruži odgovor na postavljeno pitanje, ali ga eksplicitno ne daje. On daje statistiku broja akcionara sa odgovorajućim učešćem u kapitalu na osnovu koje je sačinjena poslednja kolona u tabeli 3. Taj podatak govori da mali akcionari - sa učešćem do 5 odsto u vrednosti akcionarskog kapitala - absolutno preovladaju. No ova informacija nas nikuda ne vodi. Moguće je da u manjem broju preduzeća bude izuzetno velik broj akcionara sa malim učešćem u kapitalu. To govori o okolnostima pod kojima se ostvaruje korporativno upravljanje u tim preduzećima, ali daje pogrešnu sliku za većinu drugih preduzeća. Zbog toga broj akcionara nije indikator uticaja akcionara na korporativno upravljanje.

Mnogo je bolji drugi indikator - koji smo sačinili na osnovu baze *ADI885* - koji za jedinicu posmatranja uzima svako pojedinačno preduzeće i u njemu određuje relativan uticaj akcionara prema visini njihovog kapitala. Taj indikator je prikazana u prvoj i drugoj koloni na gornjoj tabeli. Prva kolona daje prost prosek učešća u kapitalu po preduzećima, a druga kolona daje njihov ponderisani prosek gde su kao ponderi korišćeni podaci o veličini kapitala po preduzećima. Preko 60 odsto kapitala nalazi se u preduzećima gde vlasnici imaju apsolutnu većinu i u kapitalu i u glasovima. Ništa ne vredi što mali akcionari imaju 99 odstobroja akcija kada jedan posto broja akcija predstavlja više od dve trećine vlasništva nad celokupnim akcionarskim kapitalom i ima potpunu kontrolu nad preduzećima.

U korporativnom sektoru Srbije postoji visoka koncentracija kapitala. Iako su metodi privatizacije omogućili da skoro svaki drugi zaposleni postane vlasnik akcija, po pravilu, preduzeća u kome radi, krajnji efekat je bio potpuno drugačiji. Ti mali vlasnici imaju veoma ograničeni udeo u akcionarskom kapitalu. Veliki akcionari stvarno upravljaju preduzećima u Srbiji. Formalno postoji "narodni kapitalizam" zbog ogromnog broja akcionara, suštinski radi se o "tajkunizaciji" korporativnog sektora u Srbiji. Mali broj akcionara kontroliše najveći broj preduzeća i po broju i po visini kapitala.

Kako je došlo do ovakvog vlasničkog stanja u korporativnom sektoru Srbije? Svakako, da je veliki uticaj imala promena metoda privatizacije. Insistiranje na prodaji većinskog paketa akcija od najmanje 70 odsto kapitala preduzeća jednom strateškom partneru je značajno promenilo početno stanje u korporativnom sektoru. Medjutim, i jedan drugi proces je dodatno proizveo velike efekte. To je bio proces realizacije ponude za preuzimanje akcija. Ovaj proces se realizuje izvan berze i veoma je značajan za promenu vlasništva preduzeća. U 2005. i 2006.g. gotovo je bila identična vrednost prometa akcija na berzi i prometa van berze putem ponude za preuzimanje akcija. Ukupna suma berzanskih transakcija akcija je iznosila 1.474 milijardi eura, a

vanberzanskih transakcija na osnovu ponude za preuzimanje akcija 1.475 milijardi evra [Labus, 2007]. Tek skorašnjim promenama propisa, uvedeno je pravilo da ponude za preuzimanje ne mogu da se pokrenu ukoliko se prethodno nisu berzanski kotirale akcije preduzeća koje je meta preuzimanja.

Koncentracija kapitala i tipovi svojine

U prethodna dva odeljka smo analizirali tipove svojine i koncentraciju kapitala. Postavlja se sada pitanje da li postoji neki odnos izmedju ove dve pojave. Odgovor je prilično očekivan. Pošto mali akcionari jesu fizička lica, a tajkuni se kriju iza pravnih lica po pravilu osnovanih u inostranstvu, onda bi morala da postoji jasna veza izmedju veličine preduzeća i tipa svojine. Ovo intuitivno zaključivanje smo i formalno proverili. Na donjoj tabeli 5. prikazali smo rezultate ocene regresionih jednačina u obliku:

$$S_i = \alpha_i + \beta_{ij} * D_{ij} + \varepsilon_i \quad i=1, \dots, 8 \quad j=1, \dots, 6$$

gde S_i predstavlja koncentraciju vlasništva po preduzećima, od prve kategorije izmedju 0 i 5 odsto vlasništva do poslednje osme kategorije izmedju 75 i 100 odsto; D_{ij} su veštačke promenljive za šest tipova vlasništva (državno, javni fondovi, društvena svojina, privatna svojina fizičkih lica, privatna svojina pravnih lica i svojina konzorcijuma), a ε_i su reziduali. Pošto izmedju pojedinih kategorija koncentracije svojine postoji implicitna veza, formiran je sistem regresionih jednačina koji je ocenjen na osnovu postupka prividno nepovezanih regresija (seemingly unrelated regression). Ocene parametara su signifikatne i pokazuju da ovaj model može da posluži kao dobra osnova za izvodjenje zaključaka o odnosu koncentracije i tipa svojine.

Svojina državnih organa ne utiče na koncentraciju akcionarskog vlasništva. Međutim, svojina državnih fondova itekako utiče na koncentraciju vlasništva. Državni fondovi jasno podržavaju malu koncentraciju, a destimulišu veliku koncentraciju. Rezervisana društvena svojina, takodje, podržava malu koncentraciju, ali je njen uticaj na veliku koncentraciju neodređen. Isto vredi i za privatnu svojinu fizičkih lica. Njen uticaj na malu koncentraciju je veoma statistički pouzdan, ali u pogledu velike koncentracije imamo protivrečne (takodje statistički pouzdane) efekte. Uticaj privatne svojine pravnih lica je mnogo određeniji. Ova svojina ne podržava malu koncentraciju i veoma favorizuje veliku koncentraciju. Konzorcijumi takodje ne podržavaju malu koncentraciju, ali je njihov uticaj na veću koncentraciju protivrečan.

Dakle, tri osnovna tipa svojine na akcijama – državna svojina fondova i privatna svojina fizičkih i pravnih lica – imali su prepoznatljiv uticaj na koncentraciju odnosno disperziju akcija u preduzećima. Državna i društvena svojina podržavaju široku disperziju vlasništva, dok privatna svojina pravnih lica to sprečava. Na kraju, kao preovladjujući faktor, nametnula se privatna svojina pravnih lica što je dovelo do visoke koncentracije vlasništva na preduzećima.

Pravno okruženje favorizuje visoku koncentraciju vlasništva. Politika državnih organa vezana za odugovlačenje privatizacije rezidualnog državnog i društvenog dela akcionarskog kapitala još uvek računa sa “samoupravnim mentalitetom” zaposlenih i stalno podgreva njihova nerealna očekivanja. U tom pravcu idu i obećanja o završnoj besplatnoj podeli preostalog dela akcijskog kapitala, a posebno onog u velikim (i bogatim) javnim infrastrukturnim preduzećima.

Tabela 5. Ocena uticaja tipa svojine na koncentraciju vlasništva

	Odsečak	D _{Država}	D _{Fondovi}	D _{DS}	D _{Fizička lica}	D _{Pravna lica}	D _{Konzorcijumi}	R ²
Do5%	26.265** (1.179)	-1.274 (3.475)	3.401** (1.071)	3.114* (1.553)	5.427** (1.532)	-10.385** (1.008)	-5.019** (1.639)	0.085
Do10%	5.277** (0.662)	-0.644 (1.332)	3.330** (0.410)	2.623** (0.591)	-2.701** (0.587)	-0.187 (0.386)	-0.931 (0.626)	0.065
Do25%	9.652** (1.689)	-4.213 (3.397)	3.904** (1.046)	7.710** (1.505)	-4.296** (1.496)	7.840** (0.984)	-2.130 (1.603)	0.081
Do33%	1.893* (0.924)	1.490 (1.859)	7.825** (0.573)	5.503** (0.827)	-0.058 (0.819)	0.687 (0.539)	-1.968* (0.877)	0.127
Do50%	6.793** (1.466)	5.841* (2.948)	-1.031 (0.908)	1.941 (1.307)	-1.046 (1.299)	0.068 (0.854)	-3.045* (1.391)	0.007
Do66%	2.140 (1.681)	5.087 (3.382)	1.494 (1.041)	3.174* (1.490)	1.076 (1.489)	5.282** (0.979)	13.525** (1.596)	0.047
Do75%	17.956** (2.638)	-5.346 (5.385)	-6.166** (1.637)	-18.75** (1.915)	13.381** (2.334)	-8.498** (1.532)	12.540** (2.540)	0.116
Do100%	30.320** (2.937)	-0.320 (5.912)	-12.70** (1.820)	-4.924 (2.588)	-12.12** (2.60)	5.324** (1.711)	-12.96** (2.789)	0.062

**(*) označava pouzdanu ocenu parametra sa 99% (95%) sigurnosti; u zagradama su ocene standardnih grešaka

Zaključak

U Srbiji vredi pravilo “jedna akcija = jedan glas” u svim slučajevima, osim kada se radi o preferencijalnim akcijama. Analiza naše baze podataka *ADI885* je pokazala da su obične akcije sa jednakim pravom glasa ogromna većina od svih izdatih akcija, tako da učešće u kapitalu određuje i učešće u kontroli akcionarskog društva. U realnom sektoru privrede ne postoje zakonska ograničenja vezana za koncentraciju vlasništva. Takva ograničenja postoje u finansijskom sektoru gde se traži saglasnost Narodne banke Srbije za kvalifikovano učešće u kapitalu banaka preko 5 odsto, odnosno 10 odsto kod osiguravajućih društava.

Privatizacija u Srbiji je pomogla da se reši problem vlasničke kontrole nad preduzećima, ali je visoka koncentracija svojine stvorila nove probleme. Jedan je političko-socijalni problem u smislu da postoji veliki broj malih akcionara koji su nekada mogli da kontrolišu upravu preduzeća putem samoupravljanja, ali sada potpuno nemoćni i bez ikakve socijalne funkcije. To permanentno stvara otpore za završetak procesa privatizacije koja se optužuje kao odgovorna za formiranje nove klase kapitalista – srpskih tajkuna.

Drugi je ozbiljan finansijski problem. Korporativni sektor je skromno razvijen i ceo njegov kapital ne prelazi 6 milijardi evra. Ako se ima u vidu da je akcionarski kapital banaka oko 1.8 milijardi evra, onda su jasne skromne razmere realnog korporativnog sektora [NBS, 2007]. On zahteva razvoj i masivna finansijska ulaganja. Prvi talas prodaje društvenih i državnih preduzeća doneo je jedan značajan iznos kapitala. Još po nešto može da se proda u oblasti energetike i tu je kraj procesa privatizacije kao mašine za privlačenje (stranog) kapitala. Dalji razvoj mora da se zasniva na unapređenju rada tržišta hartija od vrednosti i manjinskih ulaganja

(domaćih) finansijskih investitora. Visoka koncentracija akcionarske svojine i skromna zaštita manjinskih akcionara su ogromne prepreke za takav razvoj korporativnog sektora.

Početna ideja o privatizaciji u Srbiji se okrenula u svoju potpunu suprotnost posle gotovo dve decenije uspona i padova celokupnog procesa privatizacije. Privatizacija je pokrenuta da bi se povećala efikasnost društvenog sektora privrede, ali da bi se istovremeno sačuvala osnovna ideja na kojoj je počivalo samoupravljanje - da zaposleni upravljaju preduzećima i snose odgovornost za rezultate svojih odluka. Pretvaranje društvenih preduzeća u akcionarska društva zahtevalo je, stoga, da se izvrši privatizacija uz favorizovanje velikog broja malih akcionara koji su zaposleni u tim preduzećima. Proces je započeo sa prodajom internih akcija uz popust, a nastavljen je sa besplatnom podelom akcija zaposlenim licima. Ovakvi metodi privatizacije su doveli do formiranja ogromnog broja malih akcionara. Gotovo svaki drugi zaposlen u privredi Srbije ima bar jednu akciju preduzeća u kome radi.

Velika disperzija svojine, male mogućnosti za prikupljanje eksterne akumulacije i veliki uticaj direktora zahtevali su promenu metoda privatizacije. Metod je promenjen i krenula je prodaja većinskog paketa akcija (od najmanje 70 odsto) strateškim investitorima. Efekti ovog metoda su bili brzi i impresivni. Uz to, promena vlasništva preduzeća koja su već privatizovana omogućili su veliku koncentraciju akcionarske svojine. Umesto "narodnog kapitalizma" stvorena je "tajkunska" privreda. Ovakva koncentracija vlasništva, osim socijalnih i političkih posledica, ima i jasne posledice na korporativno upravljanje. U odnosu na druge akcionare, mali akcionari imaju samo dva posebna prava koja uživaju sudsku zaštitu:

1. Da sazovu vanrednu skupštinu akcionara i
2. Da stave najviše dve dodatne tačke na dnevni red redovne skupštine akcionara.

U oba slučaja moraju da sakupe najmanje 10 odsto glasova. Ova prava se smatraju kao nedovoljna da bi omogućila efikasniji uticaj malih akcionara na donošenje poslovnih odluka. Zakonska odredba po kojoj moraju bar dva člana upravnog odbora da budu iz redova nezavisnih lica (u koje spadaju i akcionari sa vlasništvom manjim od 10 odsto) daje veće šanse malim akcionarima da neposredno kontrolišu akcionarsko društvo, ali njena primena u praksi može da bude potpuno drugačija. Drugim rečima, nema garancije da će time mali akcionari biti bolje zaštićeni. Sve ovo ima negativan uticaj na dalji priliv kapitala na bazi diverzifikacije portfelja ulaganja finansijskih investitora. Zbog toga u Srbiji predstoji suštinska reforma korporativnog sektora koja će zahtevati promene u sledećim oblastima:

1. Veća transparentnost poslovanja,
2. Bolje revizije godišnjih izveštaja i njihova puna kompatibilnost sa međunarodnim revizorskim standardima,
3. Veća uloga nadzornog odbora,
4. Efikasnija uloga sudova u zaštiti prava manjinskih akcionara i svakako
5. Izlazak akcionarskih društava na berzu.

Ovaj nalaz se poklapa sa ocenom EBRD-a o stanju u korporativnom sektoru Srbije koja je data u njihovom redovnom godišnjem izveštaju "Transition Report" [EBRD, 2006]. Srbija je dobila ocenu 2.3 (od maksimalnih 4.3 poena) za 2006.g. Ono što je posebno istaknuto odnosi se na potrebu privlačenja manjinskih ulaganja finansijskih investitora u akcionarska društva. Ono, pak, što EBRD nije znao, a što je otkriveno u ovom radu, odnosi se na visoki stepen koncentracije vlasništva. U takvim okolnostima efikasna berza i transparentnost poslovanja su ključni faktori daljeg razvoja korporativnog sektora. Korporativni sektor je, dakle, na polovini puta svoje tranzicije i preporuke iz ovog rada mogle bi da pomognu da se odrede budući prioriteti razvoja u ovoj oblasti.

Literatura

- Becht, M., Bolton, P. and A.Röell (2005): *Corporate Governance and Control*, ECGI Working Paper Series in Finance, European Corporate Governance Institute
- Begović B. i dr. (2003), *Unapredjenje korporativnog upravljanja*, CLDS, Beograd
- CRHOV (2007), *Centralni registar hartija od vrednosti*, Beograd, www.crhov.co.yu, Struktura vlasništva preduzeća.
- EBRD (2006), *Transition Report for 2006, Finance in Transition*, London
- Labus M. (2006), *Osnovi ekonomije*, Centar za izdavaštvo, Pravni fakultet Beograd
- Labus M. (2007), *Corporate Governance in Transition Companies: the Case of Serbia*, www.ius.bg.ac.yu
- NBS (2007), Narodna banka Srbije, Beograd, www.nbs.yu , Bankarski sector, Vlasnička struktura i bilans stanja i uspeha banaka