

# Treba li kompanijama upravljati u interesu akcionara?

## Whether Companies Need to be Managed in the Interests of the Shareholders?

Rajko M. Bukvić\*  
Ljiljana Rajnović\*\*

**Apstrakt:** Jedna od osnovnih i široko zastupanih postavki korporativnog upravljanja jeste upravljanje preduzećima u interesu akcionara, odnosno vlasnika preduzeća. Ovaj koncept zasnovan je na argumentima da vlasnici imaju najjači interes u preduzeću i da od tog interesa direktno zavisi efikasnost poslovanja, dok su istovremeno interesi akcionara najmanje zaštićeni među interesima svih konstituenata. U nekim zemljama taj koncept uzdignut je do apsoluta (u SAD kao jedini interes koji treba štiti ističe se interes akcionara), ali i tamo gde to nije slučaj, odnosno gde se respektuju i interesi drugih konstituenata, interes akcionara je neprikosnoven i ističe se u prvi plan. U radu se razmatraju osnovi i modaliteti kojima se u različitim zemljama i različitim uslovima motivise takav oblik korporativnog upravljanja, kao i konsekvence koje takvi zahtevi i njihovo ispunjavanje proizvode. Posebno se ukazuje na krah koncepcije maksimizacije tržišnih vrednosti akcija, koja je bila izuzetno popularna u poslednjim decenijama 20. i početkom ovog veka.

**Ključne reči:** kompanija, akcionar, interes, maksimizacija tržišne vrednosti akcija

**Abstract:** One of the basic and widely represented corporate governance settings is corporate governance in the interests of shareholders, or company owners. This concept is based on the arguments that the owners have the strongest interest in the company and that the efficiency of the business depends directly on this interest, while at the same time the interests of shareholders are at least protected among the interests of all constituents. In some countries, this concept has been elevated to the absolute (in the United States as the only interest to be protected, the interest of shareholders is emphasized), but where this is not the case, or where the interests of other constituents are respected, the interest of the shareholders is inviolable and stands out in the first plan. The paper discusses the basis and modalities that motivate different forms of corporate governance in different countries and different conditions, as well as the consequences that such requirements and their fulfillment produce. In particular, the crash of the concept of maximizing the market value of shares, which was extremely popular in the last decades of the 20th and the beginning of this century, is particularly indicative.

**Keywords:** company, shareholder, interest, maximization of market value of shares

**JELClassification:** G34, G35, K20, M12

---

\* Nižegorodski državni inženjersko-ekonomski univerzitet, Knjaginjino (Rusija), E-mail: r.bukvic@mail.ru

\*\* Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd, E-mail: rajnoviclj@gmail.com

## 1. Uvod

Respektabilno izdanje o korporativnom upravljanju<sup>1</sup> ističe da privredno (akcionarsko) društvo samo na prvi pogled može izgledati kao idiličan pravni subjekt s jednim interesom, interesom vlasnika kapitala, bez obzira da li je vlasnik jedan ili ih ima više. Privredno društvo je, naprotiv, puno sukoba i različitih interesa, pre svega iznutra, ali takođe i prema spoljašnjem svetu. Uz razne interese idu irazličiti rizici: akcionara, poverilaca, zaposlenih, uprave, same kompanije, kao i interes društva u sociološkom smislu (države). Mnogi tome dodaju i interes potrošača, što je opravdano, mada on nije zasnovan na ugovornom aranžmanu s privrednim društvom.

S aspekta ekonomske nauke takvo shvatanje uklapa se u novije koncepcije, gde se iskristalisalo nekoliko pristupa firmi. Prema standardnom, neoklasičnom, koji je dugo preovladavao, firma se posmatra kao ekonomski subjekt na tržištu koji preobražava resurse (faktore proizvodnje) u ekonomska blaga (robe i usluge), koja se prodaju na tržištu. Takav, tehnološki ili funkcionalan, pristup analizira ponašanje firme pretpostavljajući da je pri svakoj kombinaciji faktora moguće odrediti funkciju (proizvodna funkcija) koja izražava najveći obim produkcije uz određen nivo tehničkog razvoja, i pokazuje zavisnost rezultata od količine i kvaliteta utrošenih faktora. Ponašanje firme zasnovano je na izboru obima i strukture resursa i proizvedene produkcije, a cilje uspostavljanje takvih cena i obima produkcije kojib donosili maksimalan profit. Firma je „crna kutija“: u nju ulaze rad i kapital (faktori proizvodnje), a iz nje izlaze gotovi proizvodi.

Preokret u tretiranju firme otpočeo je s čuvenim Kousovim radom<sup>2</sup>, koji je bio nejasno shvaćen i prilično teško prihvaćen. On je označio nastanak alternativnog, institucionalnog pristupa firmi. Nasuprot neoklasičnom, novi pristup omogućio je da se firma posmatra kao celovita organizacija, a ne prosto tehnološki sistem. On je istakao subjektivnu strukturu firme i opisao sistem interesa licak koja učestvuju u donošenju odluka firme, dajući osnovu za priznavanje složenog sistema odnosa, kakou nutar, tako i van firme, koji utiče na njen tipove ponašanja, organizacionu strukturu i sistem motivacije i nagrađivanja.

U (neo) institucionalnom pristupu firma je skup kontraktnih odnosa unutrašnjeg i spoljnog nivoa. Tržište je spoljni ugovor o proizvodnji nekog proizvoda, a firma unutrašnji ugovor. Firma može da kupuje proizvod na osnovu zaključenog sporazuma s drugim agentima ili može da proizvede robu sama koristeći unutrašnje odnose s radnicima. Za ovaj izbor u Kousovom pristupu odlučujuć je odnos transakcionih i menadžment troškova. I druge teorije (bihevioristička, evolucionarna) ističu složenost firme, tj. postojanje raznih interesnih grupa u njoj. Jedan od razvijenih modela, „agentski model“ („principal – agent“)<sup>3</sup>, zasniva tu složenost na razlikovanju objektivnih položaja koje u okviru firme zauzimaju menadžeri prema vlasnicima. S aspekta ovog rada poseban značaj ima upravo

---

<sup>1</sup> Vasiljević (2013), str. 140.

<sup>2</sup> Coase (1937).

<sup>3</sup> Prema *Rečniku srpskoga jezika* (str. 1029, 17) principal je gospodar, poslodavac a agent (između drugih značenja) onaj koji radi za nečije interese. Kako je u pitanju angažovanje *agenta* (a ne agencije), u duhu srpskog jezika prikladnije je koristiti termin *agentski* (problem), kao što je to, recimo, slučaj u ruskom jeziku, a ne *agenski* problem, kako je u našoj literaturi prihvaćeno.

agentska teorija, koja vodi poreklo od A. Smita<sup>4</sup> i Berla i Minza<sup>5</sup>, a promovisana je u radu Jensena i Meklinga<sup>6</sup>.

## 2. Interesi konstituenata i agentski problem

Stepenu kojem nosioci interesa učestvuju u korporativnom upravljanju zavisi od nacionalnih zakona i prakse, a na toutičui dobrovoljno prilagođavanje, tržišni zakoni i dobra poslovna praksa. Bez obzira na razlike, opšta je saglasnost da privredna društva ne mogu dobro da obavljaju svoju delatnost, ignorišući interese konstituenata.

I u teoriji i u praksi smatra se da dobro korporativno upravljanje treba zasnovati pre svega na respektovanju interesa vlasnika kapitala i na njihovom uticaju na poslovanje firme, tj. na menadžere. S obzirom na sukob interesa vlasnika i menadžera, kao primarno pojavljuje se rešavanje agentskog problema. Modaliteti rešavanja tog problema različiti su. Prema američkom konceptu, jedini interes koji treba štiti je interes vlasnika kompanije. Suprotno tome, nemački Zakon o akcionarskim društvima iz 1937. godine u svojim je odredbama inkorporisao interes države u akcionarskim društvima na osnovu koncepta „posebnog interesa kompanije kao pravnog lica“. Ovim zakonom uveden je model uprave u vidu nadzornog odbora, koji štiti poseban interes kompanije, različit od interesa drugih konstituenata. Zakon iz 1937. zamenjen je 1965. Osnovni normativni akt odgovarajućeg zakonodavstva u Francuskoj bio je Zakon o trgovinskim društvima od 1965. Navedeni stav o posebnom interesu kompanije danas je dominantno prihvaćen u evropskoj teoriji i praksi.<sup>7</sup>

Navedeni problem odnosa vlasnika-akcionara i uprave preduzeća najčešće se navodi kao tipičan primer agentskog problema. On to i jeste. I ne samo to, on je jedan od najvećih problema korporacijskog sveta, i njemu se, u principu, pridaje najviše pažnje. Međutim, to nije jedini oblik ovog problema. Postoje njegova tri tipa: 1) sukob interesa (odnos vlasnika (akcionara) i uprave preduzeća, 2) sukob interesa velikih i malih akcionara, i 3) sukob interesa privrednog društva, tj. njegovih (su)vlasnika i ostalih mogućih konstitutivnih interesa – rizika.

Kada se govori o agentskom problemu, najčešće se ima u vidu njegov prvi tip. To je normalno, jer je on prvi uočen, i jer je, bar u ekonomskom domenu, najizraženiji. Jedan od prvih koji je zapazio i istakao problem koji proizilazi iz odvojenosti vlasništva i upravljanja bio je A. Smit, koji je u tome video veliki problem za razvoj krupnih kompanija, odnosno i za ceo privredni razvoj. Sam problem, koji se razvijao uporedo s razvojem privrede i velikih korporacija, stekao je verifikaciju u delu Berla i Minza, 1930-ih godina.

---

<sup>4</sup> Svoje glavno ekonomsko delo *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* Smit je objavio 1776. Smitove ideje relevantne za naše izlaganje date su prema prevodu: Smit (1970).

<sup>5</sup> Berle & Means 1932.

<sup>6</sup> Jensen & Meckling (1976).

<sup>7</sup> Principi korporativnog upravljanja OECD daju preporuke i smernice regulisanja najvažnijih prava i obaveza: prava akcionara, jednak tretman akcionara, uloga drugih zainteresovanih u korporativnom upravljanju, otvaranje informacija i transparentnost i odgovornost odbora kompanije. Videti: *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris, 1999.

Na početku 1970-ih Ros i Mitnik, u radovima koje su objavili gotovo istovremeno<sup>8</sup>, proglasili su da je osnovana nova teorija. Pri tome, Ros je odgovoran za nastanak ekonomske a Mitnik institucionalne teorije. Ros je odredio agentski problem kao opšti, ne samo kao problem u teoriji firme, postavio je svoj rad van postojećeg toka teorije firme, kao iopštijih formalnih pristupa donošenju odluka u uslovima rizika ili neodređenosti, i u različitim stanjima informisanosti. Mitnik se interesovao za probleme opštijeg institucionalnog karaktera.

Agentska teorija vrlo brzo je našla primenu u raznim disciplinama: računovodstvo, ekonomika, finansije, političke nauke, marketing, organizaciono ponašanje, sociologija, ali je vrlo dugo važila za kontroverznu. Njen ekonomski aspekt dugo je bio dominantan u okvirima društvenih nauka. Jedan od prvih pokušaja da se teoriji pristupi s neekonomskog aspekta, pre svega sociološkog, dala je S. Šapiro, sredinom prve decenije 21. veka.<sup>9</sup> Ovaj momenat posebno je važan za Srbiju, gde i desetak godina kasnije važi ocena da je „[k]orporativno upravljanje u Srbiji, i u smislu definicije, više [...] bilo predmet ekonomske struke nego pravne“, što se očigledno odnosi ne samo na pravo.

### 3. Način rešavanja problema principal – agent

Od uspešnog rešavanja (prvog) agentskog problema zavisi da li će vlasnici kapitala uopšte rešiti da ga ulože u privredna društva ili ne, a od te odluke zavisi u krajnjoj liniji ekonomski napredak uopšte. Postavlja se stoga pitanje – kako je (i da li je) moguće rešiti ovaj problem, odnosno mogu li se menadžeri, i kako, primorati da rade u korist vlasnika. Iz činjenice da se u razvijenim tržišnim ekonomijama ogromne sume kapitala ipak slijavu u korporacijski sektor može se zaključiti da je agentski problem uglavnom rešen na zadovoljavajući način i da investitori veruju da postoji razumno visoka verovatnoća da menadžeri rade u korist kompanije a samim tim i u korist vlasnika kapitala.

Interes vlasnika da je jasan – maksimizacija profita (pri tome, upravo maksimizacija, a ne bilo kakav profit). A šta je interes menadžera? Kako se rešava problem, kako se usklađuju ovi različiti interesi? Autori knjige *Unapređenje korporativnog upravljanja*<sup>10</sup> navode dva očevidna, ali kako sami ističu neodgovarajuća rešenja: 1) permanentan i sveobuhvatan nadzor principala nad agentom, i 2) precizan, sveobuhvatan ugovor između principala i agenta.

Zašto ova rešenja ne zadovoljavaju? Na citiranom mestu ističe se da se kod oba javljaju ozbiljni, nerešivi problemi. Za drugo rešenje (sveobuhvatnost ugovora), jasno je – sveobuhvatan ugovor, kojim bi se predvidelo sve, principijelno nije moguć, i zato uvek postoji nešto što ugovorom nije predviđeno, postoji određen domen van ugovora koji omogućuje određenu diskreciju, slobodu agenta. Ova, neprecizirana diskrecija na strani agenta vraća nas na početno pitanje – zašto bi menadžer radio u korist vlasnika a ne u sopstvenu korist? Kod prvog rešenja, problem je složeniji – što je kontrola obuhvatnija ona više košta, tako da je kao i uvek potrebno sameravati koristi i troškove. S druge strane, menadžer uvek raspolaze s više informacija, pri tome relevantnih. Ova asimetričnost u

---

<sup>8</sup> Ross (1973) i Mitnick (1973).

<sup>9</sup> Schapiro (2005).

<sup>10</sup> Begovićidr. (2003), str. 13.

informisanosti zapravo onemogućava vlasnika da kontroliše menadžera – ovaj zna više! On je profesionalac i daleko je bliži poslovanju kompanije od vladnika. Vlasnik upravo zato i angažuje menadžera – ovaj zna više. Višak informacija (i znanja) menadžera onemogućava dobar nadzor vlasnika nad njim.

Kada se govori o agentskom problemu, tj. odnosu vlasnika i menadžera, iskrsavaju još neka pitanja. Recimo, da li je dobro da menadžer radi na maksimizaciji vrednosti preduzeća, odnosno na maksimiranju profita? Izgleda da među ekonomistima ovde nema nesaglasnosti. Menadžeri su shodno ekonomskoj tački gledišta, dužni da slede princip (cilj) maksimizacije profita. Zašto? Kod društva lica ovakav problem se ne pojavljuje. Ako privatnik ne maksimira profit, on će gubiti konkurentsku utakmicu sa svojim suparnicima, drugim preduzećima, opadaće njegove performanse, i na kraju će ga istisnuti konkurencija, ukoliko naravno pre toga ne propadne stvarajući gubitke. Da li ista logika vredi i za korporaciju? S pojavom tzv. menadžerske revolucije često su se pojavljivale teorije koje su tvrdile da preduzeće više ne sledi cilj maksimizacije profita, već neke druge ciljeve. Međutim, uvek se na kraju, posle svake od time započetih diskusija, ispostavljalo da proces tzv. ekonomske prirodne selekcije primorava menadžere da napuste te druge ciljeve i da se vrate upravo maksimizaciji profita.

Ciljna funkcija menadžera treba da bude maksimizacija profita, odnosno vrednosti kompanije. Ekonomska efikasnost se maksimizuje kada kompanija radi najefikasnije a to je kada je ciljna funkcija klasično maksimizovanje profita kompanije, odnosno kada menadžer radi u korist vlasnika. Ako menadžer maksimizuje neku drugu funkciju, npr. sopstvene beneficije ili najbrži rast ukupnog prihoda kompanije ili zaposlenost u kompaniji ili nešto četvrto, rezultat će biti inferiorna ekonomska efikasnost i zato očigledno nezadovoljavajuće rešenje sa stanovišta korporativnog upravljanja.

Uspešno upravljanje vidljivo je kroz ostvarivanje ciljne funkcije kompanije – maksimizacije profita, odnosno vrednosti kompanije. S druge strane, tržište kapitala – berza pojavljuje se kao disciplinujuće sredstvo za menadžere, budući da se tržišna cena akcija formira na osnovu svih raspoloživih informacija o kompaniji, pa tako neminovno odražava uspešnost poslovanja kompanije, osim opštih nepovoljnih tržišnih kretanja za slabije rezultate kompanije i kada se tržištem hartija od vrednosti manipuliše, s nivoa berzanskih špekulanata, insajderskih informacija, politike itd.

### **3.1. Da li preduzećima treba upravljati u interesu akcionara**

Napred rečeno ne znači apsolutizovanje interesa akcionara. Zaista, da li preduzećima treba upravljati u interesu akcionara? Pitanje se može postaviti i drugačije, na primer: koje bi interesne grupe (konstituenti) trebalo da imaju važnu (ili najvažniju) ulogu u korporativnom upravljanju? Da li su to samo vlasnici – akcionari, ili odgovarajući značaj i ulogu treba da imaju i drugi: kreditori, zaposleni, dobavljači i dr? Među ekonomistima po tom pitanju nema (potpune) saglasnosti. Najveći broj misli da dobro korporativno upravljanje treba zasnivati na respektovanju interesa vlasnika i na njihovom uticaju na poslovanje preduzeća, odnosno menadžere. Ovakvo mišljenje je zastupljeno u pomenutoj knjizi *Unapređenje korporativnog upravljanja*, prve knjige kod nas u periodu tranzicije posvećene korporativnom upravljanju. Autori su svoj stav zasnivali na dva argumenta: 1) veza između ekonomske efikasnosti i interesa vlasnika, što je već

istaknuto, i 2) činjenica da su interesi vlasnika najmanje zaštićeni među interesima svih konstituenata (interesnih grupa).<sup>11</sup>

Prvi stav ne bi trebalo da je sporan. Drugi, pak, zaslužuje kraći komentar. Da li je ta konstatacija tačna? Objašnjenje (i obrazloženje) koje se daje u knjizi dosta je pojednostavljeno. Kaže se da interesi zaposlenih ne mogu biti ozbiljno ugroženi lošim upravljanjem jer se isplata plata odvija u kratkim rokovima, zbog čega dug prema zaposlenima ne može biti veliki. U uređenoj privredi, s razvijenim radnim i drugim propisima ovo je (bar najverovatnije) tačno. A kod nas? Stiče se utisak da su autori opisivali neku drugu privredu. Dalje, kaže se da svi poverioci, bilo da su kreditori ili dobavljači, uz pomoć snažnog sredstva zaštite potraživanja (stečajno zakonodavstvo) uvek mogu da oteraju preduzeće u stečaj i da se naplate iz stečajne mase. Da li je tako? Bar kod nas. A ako i jeste, da li se poverioci mogu namiriti i u kojoj meri? Najzad, autori su istakli da jedino akcionari ne poseduju takvu ili sličnu zaštitu. Njihovo pravo u stečaju dolazi poslednje, oni se naplaćuju tek kada su ostali poverioci namireni. Oni se često tako i nazivaju – rezidualni poverioci. S druge strane, jedino je njihova veza s preduzećem otvorena, odnosno zasnovana na neodređeno vreme i bez brojčano specifikovanog potraživanja. Poslednje izgleda nesporno. Ipak, čak i kada bi svi pobrojani momenti bili tačni (dakle, kada bismo pred sobom imali uređenu privredu), ostalo bi pitanje – da li to sve znači da je (i) to dovoljan argument da se potkrepi tvrdnja da preduzećima treba upravljati u interesu akcionara. Čini se da teorija (i praksa) korporativnog upravljanja još nije rekla poslednju reč.

Vratimo se na pitanje: da li preduzećima treba upravljati u interesu akcionara? To se pitanje, navodno, razrešava ovako. Akcionari poseduju preduzeće, zato preduzećem treba upravljati u njihovom interesu. To je na liniji dosadašnjih razmatranja. Pri tome, ne radi se o nekakvoj etičkoj tezi. Reč je o tome da akcionarima nisu zajemčena nikakva fiksna plaćanja, a jesu zaposlenima (imaju fiksne plate), isporučiocima ili snabdevačima (njima se plaćaju utvrđene konkretne cene), bankama-kreditorima (njima se plaćaju fiksne kamatne stope, pa čak i promenljive, tj. one se štite još i mogućnošću da menjaju uslove kreditiranja) i svima ostalima koji su uključeni u poslovanje. Prihod akcionara zavisi od poslovanja preduzeća i to im je najveći podsticaj da obezbede da preduzeće posluje dobro. Ako preduzeće ode u stečaj, akcionari gube sve, dok se svi ostali „akteri“, makar i delimično, namiruju. Dakle, može se reći da akcionari snose rizik koji nemaju drugi, što ih podstiče da maksimalno poboljšaju poslovanje preduzeća. Kada se upravlja za dobrobit akcionara, onda se u najvećoj meri uvećava profit preduzeća, i time se maksimalno uvećava i njegov društveni doprinos.

Ipak, koliko je ta argumentacija čvrsta? Tačno je da su akcionari vlasnici preduzeća, ali treba istaći i da su oni najpokretljiviji interesenti, a kao takvi oni često ne brinu najviše (možda čak najmanje brinu) za dugoročnu budućnost preduzeća (osim najvećih akcionara, koji ne mogu da prodaju svoje akcije a da time ne izazovu ozbiljan poremećaj celokupnog poslovanja). Na taj način, akcionari, posebno manji, mada i ne isključivo oni, preferiraju strategije koje maksimiraju kratkoročni profit, obično po cenu dugoročnih ulaganja, i maksimalno uvećavaju dividende, a sve to još više slabi dugoročnu perspektivu preduzeća, s obzirom da se smanjuje deo profita koji bi se mogao koristiti za ponovno ulaganje. Znači, ako se preduzećem upravlja samo za dobrobit akcionara, time se često smanjuje potencijal za dugoročni rast preduzeća.

<sup>11</sup> Begović i dr. (2013), str. 14.

### 3.2. Šta je interes akcionara

Prema tome, ispostavlja se da je ključno pitanje – šta je interes akcionara? Oni jesu (su) vlasnici, ali iz toga ne mora nužno da sledi da su oni zainteresovani za (dugoročni) život i rast preduzeća. Otkud to proističe? Da bismo to razumeli, vratimo se malo u istoriju.

Prvi oblici preduzeća bili su ono što danas zovemo društva lica, najčešće inokosno preduzeće ili ortačko društvo. Osnivači – vlasnici preduzeća odgovarali su za takvo preduzeće celom svojom ličnom imovinom (a ne samo imovinom svog preduzeća), uključujući i svoju ličnu slobodu – u slučaju poslovnog neuspeha moglo se pasti u dužnički zatvor. Nasuprot tome, u današnjem svetu srećemo mnogo firmi (u Engleskoj, SAD i drugde) koje u svom nazivu sadrže reč (ili samo skraćenicu) koja označava „ograničeno“ (L, Ltd i sl.). Tako postoje PLC (publiclimitedcompany – javno preduzeće s ograničenom odgovornošću), LLC (limited liability company – društvo s ograničenom odgovornošću), Ltd (limited company – privatno akcionarsko društvo), itd.

Limited (ograničeno) odnosi sena odgovornost. Kad se kaže ograničena odgovornost, to znači da će ulagači, ako preduzeće bankrotira, izgubiti samo onoliko koliko su uložili u to preduzeće (svoj udeo). To je ono što je karakteristično za današnja društva kapitala. Ograničena odgovornost je izum 16. veka, i potiče iz (Zapadne) Evrope. Međutim, do sredine 19. veka teško serealizovala – da bi se moglo osnovati preduzeće s ograničenom odgovornošću bila je potrebna kraljevska, odnosno vladina povelja. Zašto? Odgovor možemo naslutiti iz jednog iskaza čuvenog A. Smita, jednog od najvećih propagatora privatnog preduzetništva: „direktori [društava sa ograničenom odgovornošću]... pre su upravitelji tuđeg novca nego svog, vlastitog, pa se ne može očekivati da će oni nad njim bdeti sa istom brižnom pažnjom kao što ortaci u nekom privatnom trgovačkom društvu [tj. ortakluku] često bde nad svojim novcem.“<sup>12</sup>

Dakle, postojao je otpor da se omogući raspolaganje tuđim novcem, što zapravo omogućava ograničena odgovornost – smatralo se da oni koji upravljaju ovakvim preduzećem (preduzećem s ograničenom odgovornošću), a da pritom nemaju potpuno, dakle stopostotno vlasništvo nad tim preduzećem, preuzimaju prekomeran rizik zato što deo novca kojim raspolažu i koji ulažući rizikuju nije njihov. S druge strane, oni koji su ulagali sredstva u preduzeće s ograničenom odgovornošću, a da pritom ne rukovode njime, postajali su u manjoj meri oprezni i budni kada je reč o nadzoru nad upravom preduzeća, s obzirom da su njihovi rizici bili ograničeni (kao i njihovo ulaganje).

Iz tih razloga, države su do sredine 19. veka odobravale poslovanje s ograničenom odgovornošću samo izuzetno velikim i rizičnim poduhvatima koji su ocenjivani kao projekti od nacionalnog značaja. Takvi su bili holandska Istočnoindijska kompanija osnovana 1602. i njen veliki takmac istog naziva, britanska Istočnoindijska kompanija, osnovana dve godine ranije. Ali, takva je bila takođe čuvena (po zlu) Kompanija Južnog mora. Balon (mehur) ove poslednje, nakon mahnitih špekulacija u okvirima, između ostalog, tada nezamislive trgovine sa španskim kolonijama, kao i konstrukcije i proizvodnje točkova za perpetuum mobile, pukao je 1721. osramotivši za dugo vremena ne samo sebe već i taj tip preduzeća. Upravo ova poslednja inicirala je donošenje zakona u britanskom parlamentu (Bubbles Act of 1720) kojim se zabranjuje izdavanje akcija neovlašćenim kompanijama.

---

<sup>12</sup> Smit (1970), str. 1024.



Sredinom 19. veka pojavljuju se velike industrijske kompanije, železnice, čeličane i fabrike hemijskih proizvoda, tako da potreba za ograničenom odgovornošću postaje više nego nasušna. Mnoge zemlje uvode taj oblik poslovanja u privredni život: Švedska 1844, Velika Britanija 1856, a zatim i druge. Ipak, nepoverenje i otpor prema ovim preduzećima nisu brzo nestali. Interesantno je sledeće. Dok su se A. Smit i zagovornici slobodnog tržišta i kapitalizma protivili ograničenoj odgovornosti, jedan filozof i ekonomist, koji važi za zakletog neprijatelja kapitalizma, Marks, među prvima je shvatio značaj ograničene odgovornosti za razvoj kapitalizma. Već 1856. Marks je, pišući u svom glavnom delu o kreditu i o berzi, kada je ona još samo uzgredna, preduzeće s ograničenom odgovornošću vizionarski nazvao „najvišim dosadašnjim stupnjem kapitalističke proizvodnje“.<sup>13</sup> Marks je to posmatrao s aspekta svoje vizije socijalističkog društva – smatrao je da će odvajanje rukovodstva preduzeća od imovine i pored tendencije da podstiče prekomerne rizike omogućiti da se eliminišu kapitalisti (jer oni više ne upravljaju preduzećem), a da se ne ugrozi napredak ostvaren u kapitalizmu. Pri tome, on je uviđao izvanredne prednosti za materijalni napredak koji će biti obezbeđen upravo razvojem akcionarskih društava.

Marksovo predviđanje „prelaza na socijalizam“ nije se ostvarilo, bar ne kako je on mislio. Ali, on je proročki sagledao ulogu preduzeća s ograničenom odgovornošću: institucija opšte ograničene odgovornosti uvela je proizvodne snage kapitalizma u novu ravan, izazvavši ogromno ubrzanje akumulacije kapitala i tehnološkog razvoja. U početku ove nove ere izgledalo je da problem upravljanja, od kog su strahovali A. Smit i drugi, nije posebno važan. Bilo je to doba velikih, harizmatičnih preduzetnika: Henri Ford, Tomas Alva Edison, Endrju Karnegi i dr. Oni su upravljali velikim preduzećima, ali bili su i vlasnici velikog dela tih preduzeća. Bila su to dva ključna momenta koja su ih sprečavala da preuzimaju prekomerni rizik (iako ne znači da toga nije bilo).

Od 1930-ih nastupa „menadžerska revolucija“, sve više se govori o nastajanju menadžerskog kapitalizma. „Kapetani industrije“, kako su kapitaliste u tradicionalnom smislu zvali viktorejanci, ustupaju mesto birokratima od karijere (birokrati, iako zaposleni u privatnom sektoru). Strahovanje da će menadžeri upravljati preduzećem u sopstvenom, a ne u interesu vlasnika počelo je da se ostvaruje. Umesto da maksimiraju profit menadžeri uvećavaju prodaju (da bi uvećali samu kompaniju i tako ojačali sopstveni prestiž) i neposredno se angažuju u prestižnim projektima koji podstiču njihov ego, ali donose malo profita. Posle nekoliko decenija pojavljuju se zastupnici ideja da menadžerske inicijative treba osmisliti tako da menadžerima omogućće da maksimizuju profit. To je priznanje posebnih interesa menadžera i pokušaj da se izgradi sistem njihovog motivisanja.

### **3.3. Maksimizacija tržišnih vrednosti akcija**

Zatim je 1980-ih pronađena maksimizacija tržišnih vrednosti akcija, kao dugo traženi motivacioni faktor<sup>14</sup>. Tvrdilo se da menadžeri treba da budu nagrađeni srazmerno iznosu (dobiti, odnosno dividende) koji mogu da donesu akcionarima. Da bi se to postiglo bilo je potrebno: 1) maksimalno uvećati profit drastičnim smanjenjem troškova – izdataka za plate, ulaganja, zaliha, broja rukovodilaca srednjeg nivoa itd., 2) najveći mogući deo

---

<sup>13</sup> Marks(1961), str. 1272.

<sup>14</sup> Ili „Sveti gral“, kako ga naziva H. Dž. Čang: Čang (2013), str. 41.



ostvarenog profita podeliti akcionarima kroz dividende i ponovni otkup već izdatih i na berzi plasiranih akcija.

Da bi se menadžeri podstakli na takvo ponašanje, treba povećati njihove kompenzacije, i to procentualno, srazmerno profitu preduzeća, pošto će se oni na taj način mnogo više identifikovati s interesima akcionara. Za ovu ideju zalagali su se akcionari, ali i menadžeri, među njima i Džek Velč, dugogodišnji predsednik firme Dženeral Električ (1981–2001). On je prvi 1981. upotrebio izraz „akcionarska vrednost“, i ubrzo je maksimizacija tržišne vrednosti akcija postala oličenje duha vremena u američkom korporativnom svetu. Udeo profita u nacionalnom dohotku, koji je opadao od sredine 1960-ih i naročito u prvoj polovini 1980-ih, znatno se uvećao sredinom 1980-ih i otada neprekidno raste, s određenim fluktuacijama i izuzevu periodu krize (sl. 1). Akcionari su dobijali veći deo tog profita u vidu dividendi, a vrednost akcija je rasla. Raspodeljeni profit je u ukupnom profitu američkih korporacija od 1950-ih do 1970-ih iznosio 35–45%, da bi krajem 1970-ih počeo da raste i prešao 60%. Ovo se brzo prenelo na druge zemlje, pre svega Veliku Britaniju, a nešto sporije na zemlje s drugačijom korporativnom strukturom moći i menadžerskom kulturom.

Tako je stvorena sprega: akcionari su prestali da dovode u pitanje menadžerske zarade, jer su od toga imali koristi, dividende i cene akcija su rasle. A sve je finansirano isterivanjem ostalih aktera iz preduzeća. Radna mesta su nemilosrdno kresana, mnogi radnici su ostajali bez posla, a zatim ponovo zapošljavani kao nesindikalizovani s manjom platom i manjim brojem radničkih povlastica, a rast plata je umanjivan ili sprečavan (često prebacivanje pogona u druge zemlje, što je poznato kao *outsourcing*). Pod pritiskom korporacija, ili u sprezi s njima, smanjivan je porez na dobit korporacija. Sve to vodilo je povećanju nejednakosti dohodaka, jednoj od najizrazitijih karakteristika globalizacije.

Slika 1.

### Udeo profita u BDP SAD



<https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=17Sm>

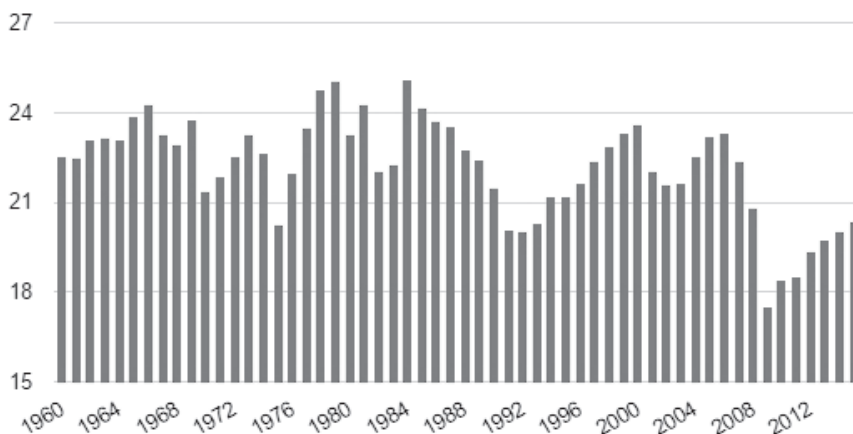
Sve je to loše. Međutim, da bude i gore, rastući udeo profita u nacionalnom dohotku od 1980-ih nije pretočen u veća ulaganja. Prema Svetskoj banci, u periodu 1960–2015. prosečna stopa investicija u SAD bila je 22,19%, s minimumom (17,51%) u 2009. i maksimumom (25,08%) u 1984. Investicije su opadale od sredine 1980-ih, kada je njihov udeo

bio 20,5%, da bi u periodu 1990–2009. pao na 18,7%, a rast nakon 2009. još nije vratio stopu na nivo pre krize (sl.2). Uz to, nije došlo do povećanja efikasnosti korišćenja kapitala koji bi nadoknadio nižu stopu ulaganja. Stopa rasta dohotka po stanovniku u SAD pala je s 2,6% godišnje tokom 1960-ih i 1970-ih na 1,6% u periodu 1990–2009, a slično je u istim periodima bilo i u Velikoj Britaniji – s 2,4% stopa je opala na 1,7%.<sup>15</sup>

Ali, ima i nastavka u nabranjanju negativnih strana maksimizacije tržišnih vrednosti akcija. Tome doprinosi s jedne strane uvećanje profita (kresanjem troškova), a s druge otkupljivanje sopstvenih akcija. Preduzeće koristi deo profita da otkupi akcije koje je samo izdalo i plasiralo, čime održava visoku cenu akcija i posredno preraspodeljuje više profita akcionarima. Do 1980-ih otkup sopstvenih akcija iznosio je manje od 5% profita američkih kompanija, da bi tada počeo da raste i pred izbijanje krize 2007. dostigao je 90%, a 2008. apsurdnih 280%.<sup>16</sup>

## Slika 2.

**Stopa investicija u SAD 1960–2015, u % BDP**



Izvor: [http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital\\_investment/](http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital_investment/)

Prema podacima S&P, koje je dao Lazonik<sup>17</sup>, kretanje dividendi i otkupa sopstvenih akcija u periodu 1981–2007. pokazuje sl.3. Ne čudi što je ovaj odeljak u radu Lazonik nazvao „Oružje tržišnih manipulacija“.

Kolike razmere je uzela ta apsurdna „trka“ dividendi i otkupa sopstvenih akcija, gde su izdaci za ove druge u vremenu neposredno pred krizu 2008. daleko premašili prve, pokazao je Lazonik na drugom mestu<sup>18</sup>, na poučnom primeru. Dženeral Motors utrošio je na otkup sopstvenih akcija u periodu 1986–2002. 20,4 milijardi dolara, a zatim u 2009. nije mogao da obezbedi neophodnih 35 milijardi i izbegne bankrot. Tako je platio mak-

<sup>15</sup> Čang (2013), str. 43–44.

<sup>16</sup> Čang (2013), str. 44.

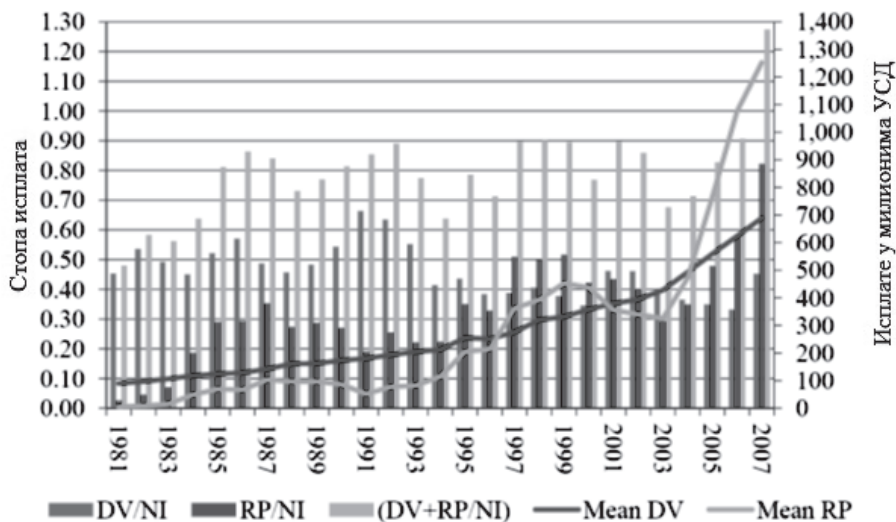
<sup>17</sup> Lazonick (2013), str. 883.

<sup>18</sup> Lazonick(2009).

simizaciju tržišne vrednosti akcija, od čega su (kratkoročnu) korist imali i menadžeri i akcionari.

### Slika 3.

**Stopa dividendi (DV) iotkupa sopstvenih akcija (RP) prema neto dohotku (NI), i srednje vrednosti isplate dividendi i otkupa sopstvenih akcija, 1981–2007; 292 kompanije u S&P 500 Index u januaru 2008.**



Izvor: Lazonic (2013), str. 883.

Sve to nanosi dugoročnu štetu kompanijama ugrožavajući njihove perspektive. Zato se i postavlja pitanje – da li bi akcionari trebalo da se zabrinu, jer oni će najviše izgubiti ako kompanija krene silaznom putanjom. Nažalost, pokazuje se da su akcionari najmanje opredeljeni za dugoročnu održivost preduzeća među svim ekonomskim akterima. Oni najlakše mogu da izađu iz preduzeća – sve što treba da urade je da prodaju akcije, čak i uz mali gubitak. Svim ostalima je teže da napuste preduzeće.

Dakle, maksimizacija tržišne vrednosti akcija šteti preduzeću, ali i celoj privredi. Stoga većina bogatih ne anglosaksonskih zemalja pokušava da smanji uticaj slobodnih akcionara i da održi (ili oformi) grupu dugoročnih aktera (koja obuhvata i akcionare) raznim formalnim i neformalnim sredstavima. U nekim zemljama vlada je zadržala znatan udeo u ključnim preduzećima, direktno (Reno, Folksvagen), ili posredno (u Francuskoj i Koreji), i deluje kao stabilni akcionar. Neke zemlje (Švedska) dopuštaju različita glasačka prava za različite klase akcija, u nekim zemljama postoje formalna predstavništva zaposlenih (recimo, predstavnici sindikata u nadzornim odborima u Nemačkoj). Japan je uveo sistem unakrsnog akcionarstva među prijateljskim kompanijama.

U zaključku recimo da je upravljanje preduzećima u interesu nestabilnih, kolebljivih akcionara ne samo pogrešno i nepravilno, već i neefikasno, i to koliko sa stanovišta

nacionalne privrede, toliko i sa stanovištva samog preduzeća. A Džek Velč, autor i propagator ideje maksimizacije tržišne vrednosti akcija, ne tako davno priznao je da je to (akcionarska vrednost) verovatno „najgluplja ideja na svetu“<sup>19</sup>.

## Zaključna razmatranja

Razvijena tržišta kapitala pokazuju da postoji rešenje problema principal – agent, odnosno da je problem moguće ako ne rešiti ono bar ublažiti. Rešenje zavisi od uslova koji utiču na uspostavljanje sistema korporativnog upravljanja i razlikuje se od zemlje do zemlje. Promene okolnosti traže promene u uspostavljenim sistemima rešavanja tih odnosa. Pri tome, rešenje se može tražiti na nekoliko područja, odnosno putem nekoliko mehanizama koji se uglavnom zasnivaju na neposrednoj regulaciji funkcionisanja kompanija a neki nisu neposredno vezani za korporacije kao npr. reputacija menadžera, tržište kapitala itd.

Razne zemlje imaju različite poglede, praksu i normativni okvir rešavanja ovih dilema. Neke potenciraju zaštitu malih akcionara kroz ograničavanje uloge velikih, a druge jaču kontrolu menadžmenta od strane velikih akcionara. Praksa najstarijih tržišta kapitala u svetu, Velike Britanije i SAD, pokazala je da je uređivanje pomenutih odnosa moguće i u slučaju velike disperzije akcionara, kao u SAD, gde postoje hiljade malih akcionara u velikom broju kompanija, vlasnika korporacije, a impozantne ekonomske pozicije mnogih američkih korporacija ipak pokazuju da je balans različitih ciljeva, pre svega vlasnika kapitala i menadžera, ali i ostalih interesnih grupa, pronađen.

Rešenja agentskog problema mogu se zasnivati, između ostalog, na sledećem<sup>20</sup>: 1) uređivanje interesa menadžmenta i vlasnika, podsticajnim šemama nagrađivanja menadžera, 2) oslonac na težnju menadžera da steknu i očuvaju sopstvenu poslovnu reputaciju, 3) precizno definisanje fiducijarne dužnosti menadžera prema kompaniji praćene tužbama u slučaju povrede dužnosti, 4) ustanovljenje kontrole rada menadžera, 5) ukрупnjavanje akcionarstva, odnosno delimična koncentracija svojine i kontrole u rukama većih investitora, 6) zaštita prava manjinskih akcionara, 7) tržište kapitala, 8) neprijateljsko preuzimanje kompanije, 9) borba za zastupničke glasove akcionara na skupštini akcionara.

Očigledno, shodno težini problema ni rešenje nije jednostavno, nije ga lako osmisliti niti u praksi sprovesti. Pri tome, unapređenje korporativnog upravljanja mora da uzme u obzir ne samo inkorporiranje (dobrih) rešenja koja do sada nisu primenjivana, već i dosadašnja iskustva. Jedno od takvih iskustava je i dosadašnji proces koncentracije vlasništva, koji je konstatovan u većem broju istraživanja i još uvek je u toku. Kao rezultat, znatno je smanjen značaj standardnog agentskog problema, a umesto njega na značaju je dobio problem principal – principal (sukob krupnih i malih akcionara). Time je, bar privremeno, „rešeno“ i pitanje – u čiji korist treba da radi menadžment kompanije. Ali, problemi korporativnog upravljanja u celini nisu rešeni, što se konstatuje i ponavlja u mnogim radovima, od kojih su neki ovde citirani. U okvirima nerešenih pitanja je i strateško opredeljenje: za disperziju ili koncentraciju vlasništva, s dugoročnim efektima i za korporativno upravljanje, ali i za celokupan privredni i društveni razvoj.

---

<sup>19</sup> Navod prema: Čang (2013), str. 48.

<sup>20</sup> Videti detaljnije u: Rajnović i Bukvić (2017), str. 76–90.

## Literatura

1. Begović, Boris; Rajko Bukvić, Boško Živković, Boško Mijatović i Dragor Hiber. (2003), *Unapređenje korporativnog upravljanja*, Beograd: Centar za liberalno-demokratske studije. /Na ćirilici./
2. Berle, Adolf A. Jr. & Gardiner C. Means. (1932), *The Modern Corporation and Property Right*, New York: Harcourt, Brace & World.
3. Coase, Ronald H. (1937). The Nature of the Firm, *Economica*, 4(16): 386–405.
4. Corporate Profits After Tax (without IVA and CCAAdj)/Gross Domestic Product, <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=17Sm><6.4.2017.>
5. Čang, Ha Džun. (2013), *23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu*, Beograd: Mali vrt.
6. Jensen, Michael C. & William H. Meckling. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 4(3), 305–360.
7. Lazonick, William. (2009), The Buyback Boondoggle, *BusinessWeek*, August 13, 2009.
8. Lazonick, William. (2013), The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained, *Seattle University Law Review*, 36(2), 857–909.
9. Marks, Karl. (1961), *Kapital. Kritika političke ekonomije*, prevod, Beograd: Kultura.
10. Mitnick, Barry M. (1973), Fiduciary rationality and public policy: The theory of agency and some consequences. Annual Meeting of the American Political Science Association, New Orleans, LA. In Proceedings of the APSA.
11. OECD Principles of Corporate Governance. (1999), Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
12. Rajnović, Ljiljana i Rajko Bukvić. (2017), *Korporativno upravljanje kao deo poslovne strategije kompanija*, Beograd: Institut za ekonomiku poljoprivrede. /Na ćirilici./
13. Ross, Stephen A. (1973), The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *The American Economic Review*, 63(2), 134–139.
14. Schapiro, Susan P. (2005), Agency Theory, *Annual Review of Sociology*, 31, 263–284.
15. Smit, Adam. (1970), *Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda*, prevod, Beograd: Kultura.
16. USA: Capital investment, percent of GDP, [http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital\\_investment/](http://www.theglobaleconomy.com/USA/Capital_investment/)<6.4.2017.>
17. Vasiljević, Mirko S. (2013), *Korporativnoupravljanje. Izabrane teme*, Beograd: Udruženje pravnika u privredi Republike Srbije. /Na ćirilici./