

# ГЕНЕРИСАЊЕ ВРЕДНОСТИ ЗА ЗАИНТЕРЕСОВАНЕ СУБЈЕКТЕ КАО ЦИЉ САВРЕМЕНОГ КОРПОРАТИВНОГ ПРЕДУЗЕЋА

ВЛАДИМИР ЗАКИЋ

Пољопривредни факултет Универзитета у Београду  
Катедра теорије трошкова, рачуноводства и финансија  
Агроекономија  
Немањина 6, Београд – Земун, Србија  
Е-адреса: zakicv@ikomline.net

**САЖЕТАК:** Предмет рада је упоредна анализа два концепта генерисања вредности која се примењују у најразвијенијим државама: англоамерички концепт генерисања вредности за акционаре и континентални модел генерисања вредности за заинтересоване субјекте (интересенте или стејкхолдере /stakeholders/). Генерисање вредности за акционаре, које се означава као англоамерички модел, подразумева доминантан утицај акционара. Генерисање вредности за кључне заинтересоване субјекте, означено као континентални модел, подразумева расподелу утицаја између већинских акционара, потрошача и запослених. Циљ рада је анализа утицаја глобалних промена и економске кризе на циљеве корпоративних предузећа, које у значајној мери доводе до приближавања некада супротстављених концепата генерисања вредности.

**КЉУЧНЕ РЕЧИ:** генерисање вредности, заинтересовани субјекти – стејкхолдери, корпоративна предузећа

У пословању савременог корпоративног предузећа учествују бројне групе *заинтересованих субјеката* (интересената, који се у англоамеричкој терминологији означавају заједничким именом стејкхолдери – stakeholders.<sup>1</sup> Поред власника, ту спадају и кредитори, запослени, потрошачи, добављачи, државни органи итд. Посматрајући историјски развој корпоративних

---

<sup>1</sup> Термин стејкхолдер (*stakeholder*) настао је од две енглеске речи: (1) *stake*, која се може превести као удео или лични интерес; (2) *holder*, која се може превести као држалац. Не постоји јединствен став о одговарајућем преводу англицизма стејкхолдери на српски језик, а неке од могућности су: заинтересовани субјекти, интересенти, заинтересоване стране или утицајне групе. Полазећи од изражених разлика у могућностима утицаја на пословање предузећа, у овом раду биће коришћен првенствено термин заинтересовани субјекти.

предузећа, може се закључити да су у 19. и већем делу 20. века власници били кључни и доминантни заинтересовани субјекти. Као основни и најважнији циљ пословања истицало се генерисање или стварање вредности за акционаре кроз константан раст цена акција и исплате дивиденди.

Међутим, током 1980-их година, долази до значајних промена на глобалном нивоу попут *дерегулације тржишта капиталла, развоја информационих технологија, повећања ликвидности тржишта хартија од вредности, експанзије институционалних и индивидуалних инвестиција* итд. Такође, вредност корпорација у све већој мери почињала је да се заснива на *нематеријалној имовини* – бренду, патентима, квалитету, искуству запослених и др. То је довело до стварања више различитих утицајних група, што значајно отежава одређивање најважнијих и приоритетних циљева пословања.

У том смислу, предмет истраживања у овом раду биће упоредна анализа два концепта генерисања вредности која се примењују у најразвијенијим државама: *англоамерички концепт генерисања вредности за акционаре и континентални модел генерисања вредности за заинтересоване субјекте*. У раду ће бити разматрана и проблематика дефинисања самог појма „вредности“, коју предузећа треба да генеришу.

#### КАРАКТЕРИСТИКЕ И ЦИЉЕВИ ПОСЛОВАЊА САВРЕМЕНИХ КОРПОРАТИВНИХ ПРЕДУЗЕЋА

Прва корпоративна предузећа, *с одредбом ограничене одговорности*, појавила су се у 19. веку у Великој Британији. У САД у току првих декада 20. века дошло је до драстичних повећања броја акционара (од 500.000 у 1900. години до преко 10 милиона у 1930. години). Од 1920. године дошло је до великог раста цена акција. Економисти су тада упозоравали јавност на прецењеност акција и нереалност очекивања. Посебан раст цена акција остваривала су предузећа из области нових технологија за то време, као што су авио-индустрија и филмска индустрија. Март 1928. године означава почетак „спекулативне маније“, када су неискусни инвеститори улагали своје целокупне уштеђевине. У септембру 1929. године 240 најважнијих предузећа на Њујоршкој берзи изгубило је 2,8 милијарди долара у тржишној вредности [Frankfurter et al. 2003: 31–34].

Циклична кретања у берзанском пословању, уз повремене драстичне поремећаје, била су присутна и у последњим деценијама 20. века и на почетку 21. века. Након великог „финансијског слома“ на Њујоршкој берзи из октобра 1987. године – тзв. Црни понедељак, у наредним годинама наступио је период великог привредног раста. Међутим, већ крајем 20. и почетком 21. века дошло је до рецесије на глобалном нивоу и значајног пада цена акција предузећа из области високе технологије. Овај краћи при-

каз историјских цикличних кретања указује на чињеницу да се економске кризе релативно нижег интензитета јављају скоро у свакој деценији, уз повремене појаве изузетно изражених глобалних криза, што је постало очигледно 2008. године и током наредних година.

Коришћење термина *корпорација*, у пракси развијених земаља, најчешће указује на *савремена корпоративна предузећа* која настају, односно формирају свој капитал, емитовањем и продајом акција. У појединим европским земљама под термином савремених корпоративних предузећа могу се подразумевати и друштва с ограниченом одговорношћу, попут Немачке (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung – GmbH*) и Италије (*Società a Responsabilità Limitata – S.r.l.*). У Великој Британији термин корпорација често се везује за малобројна преостала јавна предузећа, попут националне медијске куће BBC (*The British Broadcasting Corporation*). Практика развијених земаља, међутим, и поред различите терминологије, познаје две основне форме корпоративних предузећа. Према броју акционара и према томе да ли се акције котирају на берзи, односно продају на тржишту хартија од вредности, разликују се *приватна* и *јавна корпоративна предузећа* или затворена и отворена акционарска предузећа.

*Приватна корпоративна предузећа* имају релативно мањи број акционара. Власници најчешће имају потпуну контролу и директно управљају предузећем. Ова предузећа се називају и затвореним пошто се њихове акције не котирају на берзи. Уобичајено је да се продаја или куповина акција ових предузећа обавља искључиво уз сагласност и дозволу акционара. Ова предузећа су најчешће мале или средње величине.

*Јавна корпоративна предузећа* имају велик број акционара, који често може да буде више десетина или стотина хиљада. Њихова основна снага налази се управо у броју власника јер на тај начин могу да прикупе велики капитал. У структури власништва јавних корпоративних предузећа могу се јавити различите категорије: крупни акционари, институционални инвеститори, држава, мали акционари („обични“ људи).

Због великог броја власника, односно широке дисперзије власништва, у јавним корпоративним предузећима извршено је *раздвајање функција власништва и управљања*. И поред тога што акционари немају право непосредног располагања уложеним средствима, као ни право њиховог повлачења из пословања сем у случају ликвидације предузећа, они се формално-правно могу означити као сувласници предузећа. У модерним корпоративним предузећима, међутим, већина акционара би се суштински могла назвати *инвестицијорима* (у неким случајевима чак и коцкарима), који улажу новац искључиво ради остварења добити, али не и због остваривања других власничких права, попут управљања. Велики број малих акционара не користи своје право гласа на скупштини акционара.

Циљеви предузећа се у највећој мери одређују у складу с интересима и снагом најзначајнијих заинтересованих субјеката. Традиционално посматрано, као основни дугорочни циљ корпоративних предузећа истиче се *повећање бољих ствари његових власника*, односно *максимирање профита*. Ова схватања датирају још из 19. века у периоду настанка првих корпорација, када су власници најчешће директно управљали или учествовали у управљању предузећем. Овај основни циљ може се остварити на више начина, као на пример минимизирањем трошкова, профитабилним инвестицијама, освајањем нових тржишта итд.

Дугорочна оријентација према генерисању вредности за акционаре уобичајено и даље остаје један од примарних циљева који не може бити остварен без задовољења интереса других кључних заинтересованих субјеката. Савремени услови пословања све више намећу потребу да корпорације воде рачуна о интересима потрошача. Такође, долази до значајних промена у односима власника и запослених чија су знања и вештине посебно цењени. Као специфични примери могу се навести менаџери, професионални спортисти (у Великој Британији, на пример, велики фудбалски клубови послују у форми акционарских предузећа), филмски глумци, банкарски инжењери и др., који остварују изузетно висока примања у односу на укупне корпоративне приходе.

Приликом анализе процеса генерисања вредности за заинтересоване субјекте поставља се веома значајно питање: *Коју вредност предузеће треба да генерише?* Посматрано с финансијског аспекта, може се максимизирати рачуноводствена добит или новчани токови. У основи концепта генерисања вредности за акционаре је инкорпорирана теза да се вредност за власнике ствара инвестицијама које остварују вишу стопу приноса од трошкова капитала, односно инвестицијама које остварују позитивне дисконтоване новчане токове. Према повезаном схватању, богатство акционара се повећава само уколико они остварују више приносе (капиталне добитке и дивиденде) у поређењу с *алтернативним инвестицијама идентичног ризика*, чија процена у пракси може бити веома субјективна [Закић 2012: 32]. Проблематика мерења повећања богатства акционара могла би се најбоље објаснити хипотетичком анкетом која би се спровела међу акционарима једног предузећа – на питање „које приносе очекујете или желите“ велика већина би сигурно одговорила „највише могуће“.

За разлику од акционара, који су првенствено окренути повећању свог богатства, мерење генерисања вредности за друге заинтересоване субјекте може бити праћено још већим тешкоћама. На пример, *генерисање вредности за запослене* не подразумева само питање зарада. Основна карактеристика савремених система награђивања, како за менаџере тако и за остале запослене, може се исказати филозофским схватањем да „није све у

новцу“. У условима релативног сиромаштва (које је доминантно присутно у земљама у развоју, али у значајној мери и у развијеним земљама) новац представља апсолутни мотиватор, када се људи боре за сопствени опстанак или опстанак своје породице. Постизањем одређеног нивоа животног стандарда, који пружа више од „пуког преживљавања“, запослени почињу да искључују новац као основни и једини мотиватор. Тада све више добијају на значају квалитативне компоненте система награђивања. Велики број успешних корпоративних предузећа у развијеним земљама у оквиру своје основне мисије пословања истиче пружање „интересантног (забавног) места за рад запосленима“. Процена *генерисане вредности за њошпрошаче* је још у израженијој мери субјективног карактера и може подразумевати: однос цене и квалитета (или искључиво квалитет у неким случајевима), перцепцију потрошача о производу или услузи итд.

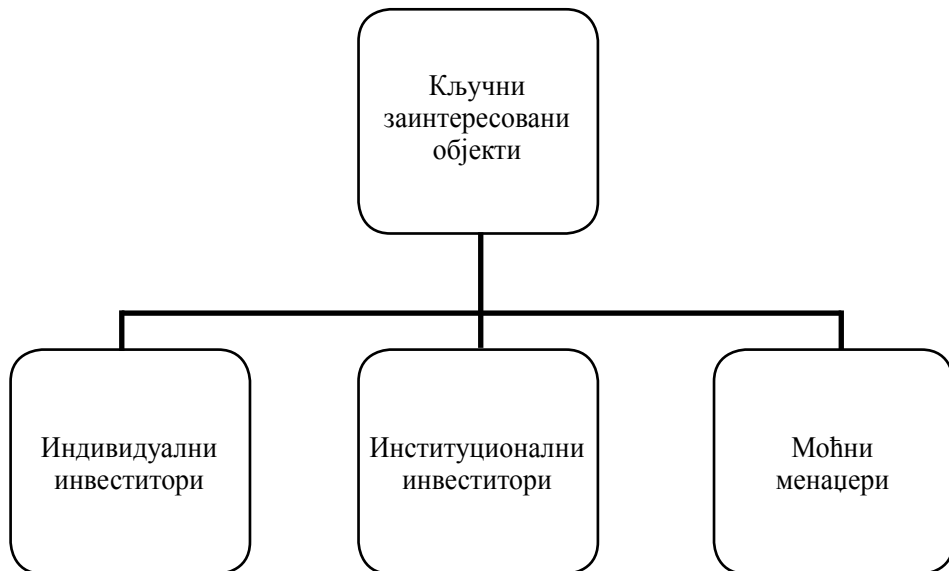
Досадашња разматрања указују на изражену комплексност циљева савременог корпоративног предузећа, посматрано с аспекта потребе генерисања вредности. Ипак, полазећи од праксе најразвијенијих држава, могу се издвојити два концепта генерисања вредности, за акционаре и за кључне заинтересоване субјекте.

#### АНГЛОАМЕРИЧКИ КОНЦЕПТ ГЕНЕРИСАЊА ВРЕДНОСТИ ЗА АКЦИОНАРЕ

У већини англоамеричких земаља, попут САД и Велике Британије, постоји широка дисперзија власништва у јавним корпоративним предузећима. Традиционални систем генерисања вредности за акционаре (Схема 1) карактерише концентрација моћи у рукама акционара и менаџера, док друге групе заинтересованих субјеката имају занемарљив утицај. У структури акционара доминира велик број институционалних инвеститора (инвестициони и пензиони фондови, осигуравајуће компаније итд.) и индивидуалних инвеститора, који појединачно у свом портфељу држе мали проценат акција. Институционални инвеститори у портфељу најчешће не држе више од неколико процената акција појединачних предузећа. Као последица тога, најзначајнији конфликти, односно агенцијски проблеми, могу се јавити на релацијама „моћни менаџери – мали акционари“.

Према англоамеричком моделу оцењивања успешности пословања предузећа, најважнији критеријум је *стварање вредности за акционаре*, што подразумева *максимирање њржишне цене акција и исплате дивиденди*. Постоји више начина помоћу којих менаџери могу утицати на тржишну цену акција. Дугорочан раст цена акција остварује се профитабилним инвестицијама, реструктурирањем предузећа итд. У пракси, међутим, менаџери често нису заинтересовани за дугорочну профитабилност пословања. Традиционално, систем награђивања и вредновања рада

Схема 1  
**Кључни заинтересовани субјекти у традиционалном англоамеричком  
 систему генерисања вредности за акционаре**



менаџера се у великој мери заснива на краткорочним резултатима. Уколико се узме у обзир чињеница да топ менаџери веома често не опстају на својој позицији дуже од неколико година, тада постаје јасна њихова недовољна заинтересованост за дугорочне резултате.

Краткорочно, цена акција може се „надувати“ повећањем периодичне добити или новчаних токова, путем одлагања или смањења инвестиција и расхода. Такође, као краткорочне могућности повећања цена акција истичу се куповина, продаја или спајања пословних делова или целих предузећа. Већина ових „пословних трансакција“, попут преузимања или спајања, показала се мање или више неуспешним. Цена акција може се краткорочно „надувати“ и објављивањем непоузданих или чак лажних информација. Почетком 21. века стручна јавност широм света била је шокирана скандалима у мултинационалним корпорацијама, као што су Енрон (Enron) и Шел (Shell). У циљу преваре акционара и пружања лажних информација ове познате корпорације су годинама фалсификовале рачуноводствене и друге значајне пословне извештаје.

Очигледно је да искључива оријентација на краткорочне резултате може донети корист појединим власницима или топ менаџерима, али на штету осталих заинтересованих субјеката. Дугорочне последице овакве пословне политике, међутим, најчешће су губитак пословног угледа, отпуштања или флукуације запослених, пад продаје и профита, као и

смањење тржишне вредности предузећа. У САД се често цитира изјава бившег председника Абрахама Линколна: „можете варати неке људе све време; можете чак све људе варати неко време, али немогуће је варати све људе све време“. Може се закључити да *предузеће које жели да обезбеди континуирану пословања, као и раст и развој, мора бити окренуто ка дугорочном генерисању вредности за све кључне заинтересоване субјекте*.

Ово схватање се све више прихвата у САД, где се *основни циљ генерисања вредности за акционаре повезује с минимизирањем социјалних трошкова* (на пример девастација животне средине, значајна отпуштања запослених, изражено коришћење необновљивих извора енергије итд). Америчке корпорације настоје да остваре имиџ „доброг грађанина“ који брине о својим запосленима и очувању животне средине, што свакако није био њихов приоритет у прошлом веку. Многе корпорације шаљу поруке својим потрошачима да куповином производа помажу очувању животне средине (еколошка паковања или производне технологије), промовишу права животиња (производи нису тестирани на животињама), побољшавају живот људи у земљама у развоју (не постоји експлоатација радне снаге, а посебно деце). Другим речима, све више се прихвата схватање да је процес дугорочног генерисања вредности за акционаре неостварив без социјалне и еколошке одговорности, уважавања интереса запослених и свих других кључних заинтересованих субјеката.

#### КОНТИНЕНТАЛНИ МОДЕЛ ГЕНЕРИСАЊА ВРЕДНОСТИ ЗА ЗАИНТЕРЕСОВАНЕ СУБЈЕКТЕ

Основна карактеристика континенталног модела генерисања вредности је *кооперација и стварање дугорочних веза међу заинтересованим субјектима*. У оквиру термина „континентални модел“ обједињују се широко прихваћена теоријска схватања и пракса генерисања вредности ван англоамеричких држава. Термин је изведен на основу *правне систематизације* која познаје две најзначајније групе правних система: англосаксонски и европски континентални систем.<sup>2</sup>

Поред изузетно изражене снаге власника, корпоративна предузећа која примењују овај модел традиционално више воде рачуна о интересима других кључних заинтересованих субјеката. И поред тога што генерисање вредности за акционаре и у овом моделу представља суштински најважнији циљ, већ деценијама власници прихватају схватања да њихови интереси дугорочно не могу бити задовољени уколико се не води рачуна и о интересима других значајних групација заинтересованих субјеката. Поред најразвијенијих држава континенталне Европе (Немачке,

<sup>2</sup> Не узимајући у обзир традиционално шеријатско право.

Француске, Италије и др.) и у Јапану су доминантно прихваћена схватања континенталног модела генерисања вредности.

Као што је већ разматрано, постоје значајне недоумице око општег појма вредности, који се може тумачити и процењивати на различите начине. Кључна разлика у схватањима англоамеричкој и континенталној модела односи се на тумачење *приноса које очекују власници*. У англоамеричким државама, као последица широке дисперзије власништва, већина акционара првенствено је заинтересована за *раст цена акција и исплате дивиденди*. С друге стране, у осталим развијеним државама израженија је концентрација власништва. Већински власници имају пуну контролу над предузећем и могу ефикасније да контролишу менаџере, чиме се у великој мери избегавају агенцијски проблеми у њиховим односима. У континенталном моделу генерисања вредности за власнике основни критеријум успешности пословања представљају *добити и новчани токови* предузећа. Другим речима, вредност за власнике генерише се уколико предузеће остварује добит која је виша у односу на добит упоредивих предузећа. Као илустрација разлика у схватањима може се навести питање једног јапанског менаџера упућеног америчком стручњаку запосленом у инвестиционој банци: „Зашто бих ја бринуо о цени мојих акција“ [Foudy 2003: 10].

Приликом анализе континенталног модела генерисања вредности потребно је да се објасне услови настанка веома значајне разлике која се односи на структуру власништва корпоративних предузећа и развој финансијских тржишта. Наиме, за разлику од САД који карактерише широка дисперзија власништва, у развијеним државама континенталне Европе и Јапану израженија је *концентрација власништва*. Ова разлика у дисперзији власништва у значајној мери настала је као последица другачијих правних система – англосаксонски и европско-континентални.

У поређењу са САД и Великом Британијом, континенталну Европу углавном карактерише концентрисана власничка структура у корпоративним предузећима (Табела 1). Постоје схватања да се разлике у дисперзији власништва јављају као последица другачијих законских система. Сједињене Америчке Државе и Велика Британија припадају обичајном правном систему (*common law*), за који постоје мишљење да пружа најбољу правну заштиту инвеститора, услед чега ове земље имају најразвијенија финансијска тржишта. Француска и Италија припадају подгрупи француске традиције цивилног права, која пружа релативно низак ниво правне заштите акционара. Немачка и Јапан могу се сврстати у подгрупу германске традиције цивилног права које даје ниво заштите инвеститорима између обичајног права и подгрупе с француском цивилном традицијом [Јовановић 2002: 39].



Држава	Најкрупнија гласачка група, медијана (%)
Немачка	57,0
Белгија	56,0
Италија	54,5
Аустрија	52,0
Холандија	43,5
Шведска	34,9
Шпанија	34,5
Француска (ЦАЦ 40) <sup>3</sup>	20,0
Велика Британија	9,9
САД – (Њујорика берза)	5,4
– (НАСДАК) <sup>4</sup>	8,6

Табела 1

Најкрупнији акционари у групи развијених земаља Европе и САД средином 1990-их – просек [Sigurt 2003: 4]

Слабости у правној заштити инвеститора у земљама европско-континенталног права делимично се могу компензовати смањењем информационе асиметрије услед постојања концентрације власништва, односно већинских акционара. Такође, контрола породица, или одређених група, може дати успешније резултате у традиционалним и специјализованим секторима.

Као последица другачије структуре власништва, анализа система стварања вредности значајно се разликује у континенталном моделу у односу на англосаксонски модел. Доминантан циљ пословања корпорација у традиционалном англоамеричком систему представља максимирање вредности предузећа, односно тржишне цене акција, у складу са схватањем да су акционари примарни заинтересовани субјекти. Супротно, континентални модел карактерише *већи број стипендијских циљева*, попут раста продаје или сигурности запослених. Најважније карактеристике континенталног модела могу се објаснити преко два најразвијенија представника: Јапана и Немачке.

Јапан, као и већину источноазијских земаља, карактерише изражена концентрација власништва. Пословне групе *кеирецу* с пирамидалним и повезаним (*cross-over*) структурама чине уобичајену управљачку структуру.

<sup>3</sup> CAC 40 (Cotation Assistée en Continu) представља индекс француске берзе.

<sup>4</sup> NYSE (New York Stock Exchange) и NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) су две најзначајније берзе у САД.

Термин *кеирецу* означава велике пословне групације предузећа у Јапану које карактерише како хоризонтална тако и вертикална интеграција. Најважније *кеирецу* групе уобичајено обухватају и велику банку која представља поуздан извор финансирања. Као пример може се издвојити Мицубиши (Mitsubishi) кеирецу, који обухвата или је у одређеном периоду обухватао више различитих делатности: ауто-индустрију, банку, хемијску индустрију итд. Блиске везе менаџера и инвеститора у јапанским предузећима значајно смањују информациону асиметрију и агенцијске конфликте у односу на предузећа из САД.

Немачку карактерише изузетно изражена концентрација власништва. За разлику од САД, немачке и јапанске банке имају могућност да држе велики проценат акција индустријских корпорација у свом власништву. Такође, за разлику од САД и Велике Британије, мали акционари уобичајено купују акције преко банака и њима делегирају своје право гласа по основу власништва. Као последицу, банке имају могућност контроле и до 90 процената гласова на скупштинама акционара. Поред банака, значајан проценат власништва и управљачких права неких од најпознатијих немачких корпорација налази се у рукама оснивачких породица (BMW, Siemens, Krupp) и државе (BMW, Preussag) [Sigurt 2003: 5].

*Зайослени* су друга кључна група заинтересованих субјеката у Немачкој. Поседују значајна права која реализују кроз радне савете на нивоу предузећа. У великим предузећима представници запослених могу имати чак до половине места у чланству надзорних одбора. Такође, и у Јапану запослени традиционално представљају битне заинтересоване субјекте који често проводе цео свој радни век у истом предузећу.

Поред Немачке, и друге развијене европске државе показују већи степен социјалне бриге и заштите својих грађана у односу на САД: дужи годишњи одмори, повољнији системи боловања запослених, државни пензиони фондови итд. Демографске и економске процене, међутим, указују на то да би многи системи социјалне заштите у континенталној Европи и Јапану у будућности могли постати несолвентни. Ово се нарочито односи на државне пензионе фондове из разлога што се у наредним деценијама очекује знатно већи број пензионера у односу на радно активно становништво, што је утицало на популаризацију улагања у приватне пензионе фондове, инвестиционе фондове или у хартије од вредности предузећа.

За разлику од традиционалних већинских акционара, нове групације мањинских акционара првенствено су заинтересоване за раст цена акција и исплате дивиденди, што намеће потребу значајнијег уважавања англоамеричког модела генерисања вредности за акционаре. У том смислу, највеће немачке банке и осигуравајућа друштва су почеле да смањују своје присуство у одборима корпорација уз најаве да ће управљати својим портфолиом

више у складу с принципима „генерисања вредности за акционаре“ [Sigurt 2003: 6–7]. Такође, све већи број корпорација, чије је седиште пословања ван англоамеричких држава, означава генерисање вредности за акционаре као значајан циљ пословања. Поменути ефекти процеса глобализације ипак не означавају трансформацију модела генерисања вредности за заинтересоване субјекте у традиционални модел генерисања вредности за акционаре. Институционални инвеститори укључују се у „мрежу кључних заинтересованих субјеката“ (Схема 2), а суштинске промене настају само у структури власништва. Коначно, може се закључити да процеси глобализације у великој мери доводе до *усаглашавања англоамеричких и континенталних схваћања*, односно до прихватања општег модела дугорочног генерисања вредности за кључне заинтересоване субјекте.

Схема 2  
Кључни заинтересовани субјекти у континенталном систему генерисања вредности



## УТИЦАЈ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ НА ЗНАЧАЈ КЉУЧНИХ ЗАИНТЕРЕСОВАНИХ СУБЈЕКТА

У претходним разматрањима у највећој мери анализирана су искуства развијених држава у годинама пре настанка глобалне економске кризе. Криза је, међутим, створила потпуно нове услове привређивања и конкурентског окружења. У тренутним условима као основни циљ пословања предузећа намеће се преживљавање и „чекање бољих времена“.

Глобална економска криза је у значајној мери утицала на *однос снага кључних заинтересованих субјеката* у савременим корпоративним предузећима. Неспорно је да *најтеже последице економске кризе носе запослени*, због до сада незапамћеног таласа отпуштања. У условима ограничених прихода отпуштање дела запослених и умањење зарада запосленима који остају у предузећу представља први корак у смањењу укупних расхода. Велика понуда и смањење тражње радне снаге на тржишту у изузетно великој мери слабе преговарачку снагу запослених. С друге стране, пад куповне моћи и тражње производа и услуга, а последично и пад цена, доводе до тога да *куйци* постају изузетно значајни заинтересовани субјекти. Власници су, у циљу опстанка предузећа, често спремни да краткорочно препусте већи „део колача“ купцима, односно да послују на граници рентабилитета.

У досадашњим разматрањима може се приметити да су као кључни заинтересовани субјекти, којима савремено корпоративно предузеће настоји да генерише вредност, означени првенствено *власници, промотори* и *запослени*. Овде би могло да се постави оправдано питање изостанка неких других изузетно утицајних заинтересованих субјеката, попут *државе* или *кредитора*. Посматрано с аспекта опортунитетних приноса, *вредности за одређену групу заинтересованих субјеката генерише се када та група остварује већу корист од оне коју би могла остварити у конкурентским предузећима*. У том смислу, очигледно је да предузеће не може поставити као циљ пословања генерисање вредности за државу, што би подразумевало на пример плаћање већих пореза од прописаних. Корпоративна предузећа, међутим, често постављају као значајан циљ пословања подршку локалној заједници у којој делују (донације школама, здравственим установама, хуманитарним организацијама итд.). На овај начин врши се промоција и увећава пословни углед предузећа. Банке могу значајно утицати на пословне активности предузећа, пре свега у циљу обезбеђења отплате кредита (захтеви за одржавањем одређеног нивоа ликвидности, солвентности итд.). У односима с кредиторима, међутим, не може се говорити о потреби директног генерисања вредности за ову групу заинтересованих субјеката. Предузећа неће настојати да пруже кредиторима више од онога што је уговорено или очекивано.

Промена значаја *кредитора* у условима кризе може се посматрати из две потпуно другачије перспективе. С једне стране, у тренутним условима лимитираних извора финансирања и опште неликвидности опстанак великог броја предузећа директно је условљен одобравањем нових кредита и/или репрограмирањем постојећих обавеза. Другим речима, утицај кредитора изузетно се појачава. Са друге стране, може се приметити да значајан број успешних корпоративних предузећа у свету већ дужи период настоји да се у што већој мери финансира из сопствених извора. Разлог за овакву политику финансирања налази се управо у условима периодичних криза у пословању, које имају изражено негативне последице на опстанак значајно задужених предузећа. Последично, може се очекивати да ће у годинама након опоравка корпоративна предузећа бити знатно опрезнија приликом узимања већих кредита, али и да ће банкарски сектор поставити строже услове кредитирања.

Услови глобалне економске кризе у значајној мери мењају улогу *државе*. Према основним схватањима неолиберализма, развијене државе одређују опште услове пословања и најчешће се не мешају директно у рад појединачних корпоративних предузећа, осим у посебним случајевима када постоје изражени национални интереси или је неопходно обезбеђење несметаног функционисања слободног тржишта, попут спречавања формирања картела. Глобална економска криза, међутим, наметнула је јачање утицаја државе. За разлику од 1980-их када су поједине развијене европске државе вршиле приватизацију непрофитабилних државних предузећа (на пример продаја компаније Бритиш Телеком /British Telecom/ 1984. године), тренутно се одвијају обрнути процеси. Наиме, најразвијеније државе су током 2008. и 2009. године уложиле огромна новчана средства како би се спасили национални индустријски и банкарски „гиганти“, чиме је држава постала значајан акционар у овим предузећима. Може се очекивати да ће по окончању кризе доћи до одређеног смањења државног удела у власништву, али је сигурно да ће држава у будућности представљати једног од кључних заинтересованих субјеката у корпоративним предузећима.

\* \* \*

Некадашња схватања о могућности постављања једног кључног циља предузећа, попут максимирања богатства власника, губе на значају у модерном свету. Данас се све више говори о плурализму циљева, који су условљени интересима више кључних заинтересованих субјеката. Савремено корпоративно предузећа треба да формулише скуп циљева, који ће бити у функцији дугорочног генерисања вредности за кључне заинтересоване субјекте.

Ова констатација се, међутим, односи пре свега на развијене земље, док се у земљама у развоју и неразвијеним земљама и даље доминантно примењује традиционални модел генерисања вредности за власнике. Такође, у Србији тренутно доминира атмосфера генерисања вредности за већинске власнике, уз значајно запостављање интереса других заинтересованих субјеката. Већински власници у условима релативно затвореног тржишта најчешће не желе да дају део „колача“ потрошачима, запосленима, добављачима, али често ни мањинским власницима. Као и у развијеним земљама, услед економске кризе и у Србији је дошло до сличних промена у преговарачкој снази појединих група заинтересованих субјеката. Најтеже последице економске кризе осетили су запослени, док је пад куповне моћи и тражње за производима и услугама довео само до делимичног јачања улоге купаца. Значајне промене у улогама кључних заинтересованих субјеката могу се очекивати у наредним годинама, пре свега као последица либерализације тржишта. Већински власници су до сада настојали да у што већој мери искористе релативну затвореност тржишта, јефтину радну снагу, недовољно развијене законске одредбе о заштити животне средине итд. Након даљих укидања трговинских баријера створиће се изражена конкуренција најпре на комерцијалним тржиштима, што ће у изузетној мери ојачати улогу купаца. Јачање присуства страних предузећа имаће и одређени утицај на повећање значаја запослених, што се првенствено односи на високо квалификоване стручњаке. Искуства земаља лидера у транзицији (попут Чешке, Пољске и Мађарске) указују на то да могућност релативно слободног кретања радне снаге унутар држава ЕУ доводи до значајне миграције висококвалификоване и стручне радне снаге према најразвијенијим земљама. У оваквим условима, дугорочан опстанак домаћих предузећа, без обзира на то да ли се налазе у власништву страних или домаћих инвеститора, намеће потребу прихватања концепта генерисања вредности за кључне заинтересоване субјекте. Да би се привукли и задржавали квалитетни стручњаци, потребно је да у својој земљи остварују бар приближне услове у односу на оне које им нуде послодавци у иностранству. Другим речима, потпуна либерализација тржишта, поред негативних последица које има на недовољно развијену привреду земаља у транзицији, дугорочно онемогућава примену традиционалног модела генерисања вредности за већинске акционаре. Овакав модел је у савременим условима пословања могућ искључиво у оквиру економски изолованих држава. Државни протекционизам краткорочно штити привреду, али у великој мери доводи до експлоатације запослених и потрошача од стране власника. На основу искустава развијених земаља, као и земаља лидера у транзицији, може се закључити да ће усвајање и примена концепта генерисања вредности за заинтересоване субјекте представљати значајну компоненту будућег развоја домаћих корпоративних предузећа.

## ЦИТИРАНА ЛИТЕРАТУРА

- Закић, Владимир. Методологија обрачуна и рачуноводствене модификације у оквиру ЕВА концепта, *Рачуноводство*, 1–2, 2012: 31–45.
- Јовановић, Александра. Повезаност правних правила, модела корпоративног управљања (управљачких структура) и финансијских система у заштити акционара, Регионална конференција о развоју финансијског тржишта, 9 и 10. децембар, Савезно министарство финансија, Министарство за финансије и економију Републике Србије, Савезна комисија за хартије од вредности и финансијско тржиште, Београд 2002, 33–47.
- Foudy, Joseph Jr. *Shareholder Value and the German and Japanese Models: A Case study of the Automobile Sector*, Yale University, New Haven, 2003.
- Frankfurter, George, Bob Wood and James Wansley. *Dividend Policy: Theory and Practice*, Academic Press, San Diego, 2003.
- Sigurt, Vito. *Verhandelter Shareholder Value: Die deutsche Variante einer angloamerikanischen Praxis*, Discussion Paper SP II 2003 – 25, Wissenschaftszentrum, Berlin 2003.

Original scientific paper

CREATING VALUES FOR STAKEHOLDERS AS A GOAL  
OF A MODERN CORPORATE ENTERPRISE

by

VLADIMIR ZAKIĆ  
University of Belgrade, Faculty of Agriculture  
Department of Agroeconomics  
Chair for Theory of Costs, Accounting and Finance  
6 Nemanja Street, Belgrade – Zemun, Serbia  
E-adresa: zakivc@ikomline.net

**SUMMARY:** The goal of this paper is to present a comparative analysis of two value creation concepts applied in most developed countries: Anglo-American concept of shareholder value creation and the Continental model of stakeholder value creation. In shareholder systems, also known as Anglo-American model, shareholders exert dominant influence. In major stakeholder systems, marked as Continental model, influence is shared between large shareholders, employees, customers and suppliers. The aim of this paper is to analyze the impact of globalization and economic crisis on the goals of corporate enterprises, which have largely led to convergence of two opposing value creation concepts.

**KEYWORDS:** value creation, stakeholders, corporations