

Vladimir Zakić*
Zorica Vasiljević**

UTICAJ GLOBALNE EKONOMSKE KRIZE NA ULOGU KLJUČNIH STEJKHOLDERA U SAVREMENIM KORPORATIVNIM PREDUZEĆIMA

Sažetak: Prema tradicionalnom angloameričkom konceptu generisanja vrednosti za akcionare, kao najvažniji cilj poslovanja preduzeća ističe se povećanje bogatstva vlasnika, kroz maksimiranje tržišne cene akcija i isplate dividendi. Kontinentalni model generisanja vrednosti za stejkholdere, koji je karakterističan za većinu najrazvijenijih evropskih država i Japan, u značajnoj meri podrazumeva uvažavanje interesa i drugih ključnih stejkholdera, a ne samo vlasnika. Procesi globalizacije poslovanja tokom 1990-tih i 2000-tih godina su u značajnoj meri doveli do približavanja ova dva koncepta i prihvatanja da dugoročno generisanje vrednosti za akcionare nije moguće ostvariti bez uvažavanja interesa svih ključnih stejkholdera, među kojima se posebno ističu kupci, zaposleni i dobavljači. Tokom 2008. godine, međutim, došlo je do velike svetske privredne krize koja je usporila procese globalizacije i stvorila nove uslove privređivanja i konkurentskog okruženja. U novonastalim okolnostima kao osnovni cilj poslovanja preduzeća nameće se preživljavanje i „čekanje boljih vremena“. Smanjenje kupovne moći i tražnje, a posledično i pad cena proizvoda i usluga, dovode do toga da kupci postaju dominantni stejkholderi. Sa druge strane, najteže posledice ekonomske krize snose zaposleni, usled do sada nezapamćenog talasa otpuštanja.

Ključne reči: stejkholderi, globalna ekonomska kriza, generisanje vrednosti

THE IMPACT OF THE GLOBAL ECONOMIC CRISIS ON THE ROLE OF KEY STAKEHOLDERS IN THE MODERN CORPORATE ENTERPRISES

Abstract: According to the traditional Anglo-American concept of shareholder value creation, the increasing wealth of the owners is highlighted, through maximizing the market price of shares and payment of dividends, as the most important goal of enterprise business. Continental model of stakeholders value creation, which is characteristic for the majority of highly developed European countries and Japan, involves, to a significant degree, the appreciation of interest and other key stakeholders, not just the owner. The globalization of business during the 1990s and 2000s have significantly led to the convergence of these two concepts as well as to the acceptance of belief that generating long-term shareholder value can not be achieved without taking into account the interests of all key stakeholders, among which customers, employees and suppliers stand out. During the 2008th year, however, there was a major world economic crisis that has slowed the process of globalization and has created new economic conditions and competitive environment. In the new circumstances, survival and „waiting for better times“ impose themselves as the basic goal of business. Reduction in purchasing power and demand, and consequently the fall in prices of products and services mean that customers are becoming the dominant stakeholders. On the other hand, the most serious consequences of the economic crisis are borne by employees, because of the unprecedented wave of layoffs so far.

Key words: stakeholders, global economic crisis, value creation

* dr Vladimir Zakić, profesor, Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad

** dr Zorica Vasiljević, redovni profesor, Poljoprivredni fakultet, Beograd

1. Uvod

U praksi razvijenih zemalja termin *korporacija* najčešće ukazuje na *savremena korporativna preduzeća* koja nastaju, odnosno formiraju i uvećavaju svoj kapital, emitovanjem i prodajom akcija. Savremena korporativna preduzeća predstavljaju dominantni oblik poslovnih organizacija, posmatrano sa aspekta vrednosti imovine, kao i obima i širine poslovnih aktivnosti. U cilju privlačenja velikog broja investitora, uobičajeno posluju u pravnoj formi otvorenih akcionarskih preduzeća ili javnih korporacija, čijim se akcijama svakodnevno trguje na sekundarnim tržištima hartija od vrednosti. Iskustva pojedinih evropskih država, međutim, ukazuju da je u klasifikaciju savremenih korporativnih preduzeća neophodno uključiti i društva sa ograničenom odgovornošću, poput Nemačke - *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH) i Italije - *Società a Responsabilità Limitata* (S.r.l). U Velikoj Britaniji termin korporacija se često vezuje za malobrojna preostala javna preduzeća, poput nacionalne medijske kuće BBC (The British Broadcasting Corporation).

Usled široke disperzije vlasništva, odnosno prisustva velikog broja akcionara, u akcionarskim preduzećima uobičajeno dolazi do razdvajanja funkcija vlasništva i upravljanja. Svi akcionari su formalno-pravno vlasnici preduzeća, ali njihov stvarni uticaj i uloga zavise od procentualnog udela u ukupnom kapitalu. Većinski vlasnici ili krupni akcionari aktivno učestvuju u izboru top menadžera i kontrolišu njihov rad. Sa druge strane, većina malih akcionara bi se suštinski mogla nazvati investitorima ili čak kockarima. Mali akcionari ulažu novac prvenstveno radi ostvarenja kapitalne dobiti i dividendi, ali često ne koriste svoja vlasnička prava (u praksi se pokazalo da veliki broj malih akcionara ne koristi svoje pravo glasa na skupštini akcionara).

Akcionari preko svoje skupštine, u zavisnosti od zakonskih i statutarних odredbi, najčešće imaju prava da biraju upravni odbor ili odbor direktora, daju saglasnost za važne odluke kao što su spajanja i preuzimanja, izbor nezavisnih revizora, dugoročno zaduživanje itd. U uslovima široke disperzije vlasništva, odnosno nepostojanja većinskih akcionara, najveći uticaj u akcionarskim preduzećima često poseduju menadžeri. U takvim okolnostima mogu se javiti izraženi sukobi interesa između akcionara i menadžera. Menadžeri ili direktori akcionarskih preduzeća se postavljaju od strane upravnih odbora sa ciljem da služe kao agenti vlasnika. Upravni i nadzorni odbor bi trebalo da vrši kontrolu menadžera, ali to je u praksi često teško izvodljivo usled asimetrične informisanosti. Nedovoljne informacije o poslovanju preduzeća koje poseduju akcionari i upravni odbori utiču na mogućnosti kontrole rada menadžera. Ukoliko se, na primer, menadžeri odluče na kupovinu drugih preduzeća, akcionari najčešće ne mogu da budu sigurni da li je to dobra dugoročna investicija ili želja menadžera da stvaraju svoje poslovne imperije. Kao posledica agencijskih odnosa menadžera i vlasnika nastaju agencijski troškovi. Oni se definišu kao suma svih troškova koja nastaje kao posledica donošenja odluka menadžera u ime vlasnika. Agencijski troškovi uključuju troškove nadgledanja i kontrole, kao i smanjenje „bogatstva” vlasnika ukoliko menadžeri ne donose odluke koje bi bile u njihovom najboljem interesu.¹

2. Ključni stejkholderi u savremenim korporativnim preduzećima

U poslovanju savremenog korporativnog preduzeća učestvuju brojne grupe zainteresovanih subjekata koji se nazivaju zajedničkim imenom *stejkholderi* (stakeholders). Pored vlasnika, tu spadaju i kreditori, zaposleni, potrošači, dobavljači, državni organi itd. Prema tradicionalnim shvatanjima, najznačajniji stejkholderi su vlasnici preduzeća. U tom smislu, primarni cilj poslovanja korporativnih preduzeća jeste uvećanje bogatstva akcionara-vlasnika preko rasta cena akcija i/ili isplata dividendi, što predstavlja suštinu *koncepta generisanja ili stvaranja vrednosti za akcionare*, koji je nastao tokom 1980-tih u SAD. U ovom periodu došlo je do značajnih promena u uslovima poslovanja, među kojima se mogu izdvojiti: 1) globalizacija i deregulacija tržišta kapitala; 2) razvoj informacionih tehnologija; 3) razvoj i veća likvidnost tržišta hartija od vrednosti i 4) ekspanzija institucionalnih i individualnih investitora. Nakon drugog svetskog rata većina pripadnika srednje klase ulagala je svoju ušteđevinu na konzervativan način, što je podrazumevalo izbegavanje značajnog rizika (ulaganje u nekretnine, hartije od vrednosti koje emituje država i štednja u bankama). Sa druge strane, ulaganje u akcije preduzeća posmatralo se kao kockanje ili aktivnost kojom se bave bogatiji slojevi društva. Ključni razlog za ovakva shvatanja nalazio se u negativnim iskustvima ulaganja u berzu krajem 1920-tih godina, kada je došlo do sloma Njujorške berze (1929). Tokom 1980-tih dolazi do

¹ Videti više o agencijskim odnosima: Zakić, V., (2005), *Raspodela dobiti i politika dividendi*, Viša poslovna škola, Novi Sad, str. 88–95.

nove „manije” investiranja mladih generacija u akcije, koje su donosile višestruko veće stope prinosa u odnosu na tradicionalna ulaganja. U kratkom roku nastala je „revolucija akcionarstva” i milioni ljudi u SAD počeli su da ulažu svoj novac na ovaj način.² Trend se proširio i na Evropu, prvobitno kao posledica privatizacija u Velikoj Britaniji i Francuskoj gde je došlo do disperzije vlasništva nad akcijama nekadašnjih državnih preduzeća među širokim slojevima populacije.

U većini anglosaksonskih zemalja³, poput SAD i Velike Britanije, postoji široka disperzija vlasništva u javnim korporativnim preduzećima. Tradicionalni sistem generisanja vrednosti za akcionare karakteriše koncentracija moći u rukama akcionara i menadžera, dok druge grupe stejkholdera, poput zaposlenih, imaju zanemarljiv uticaj. U strukturi akcionara dominantno je prisutan veliki broj institucionalnih (investicioni i penzioni fondovi, osiguravajuće kompanije itd.) i privatnih investitora koji drže u svom portfelju pojedinačno mali procenat akcija. Institucionalni investitori najčešće ne drže u portfelju više od 1–2% akcija pojedinačnih preduzeća i ne učestvuju aktivno u upravljanju preduzećem. Kao posledica toga, najznačajniji konflikti, odnosno agencijski problemi, mogu se javiti na relacijama „moćni menadžeri – mali akcionari”.

Kao alternativa angloameričkom modelu generisanja vrednosti za akcionare može se izdvojiti kontinentalni **model generisanja vrednosti za ključne stejkholdere**, koji se odnosi na široko prihvaćena teorijska shvatanja i praksu van anglosaksonskih zemalja. Termin „kontinentalni” model je izveden na osnovu pravne sistematizacije koja poznaje dve najznačajnije grupe pravnih sistema: anglosaksonski i evropski kontinentalni sistem (ne uzimajući u obzir tradicionalno šerijatsko pravo). Kao osnovna karakteristika korporativnih preduzeća koja primenjuju kontinentalni model generisanja vrednosti ističe se **kooperacija i stvaranje dugoročnih veza među stejkholderima**. Pored razvijenih država kontinentalne Evrope i u Japanu su dominantno prihvaćena ova shvatanja. Za razliku od SAD i Velike Britanije, u ovim državama je prisutna izražena koncentracija vlasništva. I pored toga, znatno više se poštuju prava drugih stejkholdera, a pre svega zaposlenih. Razlike kontinentalnog modela generisanja vrednosti za vlasnike u odnosu na anglosaksonski model proizilaze, pre svega, iz različite strukture akcionara. Za razliku od SAD, gde značajan deo stanovništva ulaže u akcije i druge hartije od vrednosti, Nemačku i Francusku karakteriše prisustvo dominantnih krupnih akcionara koji su blisko povezani sa menadžerima. Kod kontinentalnog modela generisanje vrednosti za akcionare je samo jedan od normativnih ciljeva preduzeća, uz ciljeve kao što su očuvanje životne sredine, zadovoljavanje interesa zaposlenih, društvene zajednice itd. Tako na primer, prema holandskom zakonu upravni odbori imaju eksplicitnu zakonsku obavezu da obezbede kontinuitet poslovanja preduzeća, a ne da isključivo reprezentuju akcionare u cilju generisanja vrednosti. Kao posebno značajna grupa stejkholdera u kontinentalnom modelu ističu se *zaposleni*. Tako na primer, u Nemačkoj zaposleni poseduju značajna prava koja realizuju kroz radne savete na nivou preduzeća. U velikim preduzećima, predstavnici zaposlenih mogu imati čak do polovine mesta u članstvu nadzornih odbora. Takođe, i u Japanu zaposleni tradicionalno predstavljaju bitne stejkholdere, koji često provode ceo svoj radni vek u istom preduzeću.

Procesi globalizacije dovode do približavanja stavova dva delimično suprotstavljena koncepta generisanja vrednosti za akcionare i generisanja vrednosti za stejkholdere. Negativne posledice isključive orijentacije na generisanje vrednosti za akcionare, kao što su zagađenje životne sredine, otpuštanje velikog broja zaposlenih, eksploatacija jeftine radne snage u nerazvijenim zemljama itd., doprinele su značajnim promenama u shvatanjima u angloameričkim državama. Te promene nisu nastale kao rezultat novih altruističkih shvatanja vlasnika i menadžera već pre svega kao posledica razvoja svesti, u okviru široke populacije potrošača, o potrebi uvažavanja drugih ljudi i interesa životne sredine. Uslov za nastanak ovih novih shvatanja jeste dostizanje zadovoljavajućeg nivoa životnog standarda, što se posebno odnosi na srednju klasu koja predstavlja najznačajniju grupu potrošača. Veliki uticaj u ovim državama, koji po svom intenzitetu može dostići i nivo lobiranja, imaju neprofitne organizacije koje se bave zaštitom prava potrošača, životne sredine, prava životinja itd. Bez obzira na izraženu raznolikost u oblastima delovanja, njihova najvažnija karakteristika jeste da nisu usmerene prema ostvarivanju profita i povećanju bogatstva vlasnika. U skladu sa tim u neprofitnim organizacijama ne postoji jasno i precizno definisanje vlasništva, za razliku od državnog i profitnog sektora. Za neprofitne organizacije može se reći da „služe” različitim

² Sredinom prve decenije 21. veka približno jedna petina Amerikanaca je posedovala akcije. Videti više: Grout Paul, Megginson William, Zalewska Ania (2009) *One Half-Billion Shareholders and Counting-Determinants of Individual Share Ownership Around the World*, <http://ssrn.com/abstract=1364765>

³ Termin kojim se često označavaju države engleskog govornog područja.

stejkholderima: donatorima, klijentima, članovima upravnih odbora i menadžerima i zaposlenima, ali se ni jedna od ovih strana ne može izdvojiti kao ključna interesna grupa.

Kao dve najznačajnije „nove” grupe ključnih stejkholdera u savremenim korporativnim preduzećima ističu se **potrošači i zaposleni** (ne računajući top menadžere). Potrošači su i u prošlosti često deklarativno označavani kao najznačajniji stejkholderi⁴, ali je njihov značaj posebno uvećan tokom poslednje dve decenije 20. veka i to kao posledica sve izraženije globalne konkurencije u okviru „informatičke ere”. Snaga potrošača (i drugih grupa unutar društvene zajednice) takođe utiče i na jačanje svesti korporacija o potrebi dugoročno održivog razvoja i sprečavanja globalnih klimatskih promena. Kvalitet proizvoda ili usluga, niže cene u odnosu na konkurenciju itd., postaju samo jedan od nužnih uslova za privlačenje kupaca. Gotovo sve uspešne korporacije u razvijenim zemljama ulažu novčana sredstva u očuvanje životne sredine, pre svega radi stvaranja „imidža” ekološki odgovornog člana zajednice, a time i poboljšanja svoje reputacije kod potrošača. U tom smislu, preduzeća šalju poruke svojim potrošačima i uopšte široj javnosti, kojima ukazuju na svoj „humanitarni” karakter: „kupovinom naših proizvoda pomažete očuvanju životne sredine” (što podrazumeva bio-razgradiva pakovanja, čiste proizvodne tehnologije, donacije neprofitnim organizacijama kao što je „Greenpeace” itd.); „nijedan od naših proizvoda nije testiran na životinjama”; „apsolutno garantujemo da u našoj proizvodnji nisu korišćena deca kao radna snaga” itd. Drugim rečima, čak i u izraženo kapitalističkim uslovima poslovanja u SAD, sve više se prihvata shvatanje da je proces *dugoročnog generisanja vrednosti za akcionare apsolutno neostvariv bez socijalne i ekološke odgovornosti, uvažavanja interesa kupaca, zaposlenih i svih drugih ključnih stejkholdera*.

Kao primer prihvatanja novih shvatanja može se navesti jedna od najpoznatijih multinacionalnih kompanija, sa sedištem poslovanja u SAD. U godišnjem izveštaju „Coca-Cole” iz 1995. godine nalazi se izjava: „Coca-Cola obezbeđuje vrednost svakome ko je u dodiru sa njom”. I pored toga što se ova izjava može smatrati neskromnom, ona reflektuje „filozofski stav” menadžera „Coca-Cole” koji govori o uvažavanju interesa svih ključnih stejkholdera: potrošačima se obezbeđuje superioran proizvod-brend po dostupnim cenama (bez obzira na spornu nutricionističku vrednost), zaposleni rade u stimulativnom i nagrađujućem okruženju, poslovni partneri koji se bave flaširanjem i distribucijom proizvoda u gotovo svim zemljama sveta ostvaruju visoke profitne stope i najvažnije, akcionari uvećavaju svoje bogatstvo kao posledica uspešnog poslovanja korporacije. Odstupanje od osnovne vizije, međutim, može imati izraženo negativne posledice u praksi. Neblagovremena reakcija na kontaminaciju proizvoda u Belgiji 1999. godine, čije tržište čini zanemarljiv procenat u ukupnoj prodaji, dovela je do velikog pada cena akcija „Coca-Cole” na berzama. Takođe, problemi sa antimonopolskim državnim telima u Francuskoj i Italiji, kao i reputacija „oštre prakse prema konkurenciji”, predstavljaju podsetnik menadžmentu ove korporacije, kao i svih drugih, da troškove nedovoljnog poštovanja zakonskih regulativa ili interesa potrošača u najvećoj meri snose akcionari.⁵ Značaj ljudskih resursa u procesu generisanja vrednosti može se ilustrovati pokušajima preuzimanja Internet kompanije „Yahoo” (Jahu) od strane korporacije „Microsoft” (Majkrosoft) u februaru 2008. godine. I pored mogućnosti za neprijateljsko preuzimanje, koje bi bilo ostvareno po znatno nižoj ceni, „Microsoft” se odlučio da pregovara sa vlasnicima kompanije „Yahoo”. Neprijateljsko preuzimanje bi dovelo do značajne fluktuacije zaposlenih u kompaniji „Yahoo”, čija se vrednost u najvećoj meri zasniva na stručnjacima iz oblasti informatike.

Kao poseban primer u SAD, koji je postao „sinonim” za korporativnu filantropiju, ističe se korporacija „Malden Mills” i njen vlasnik Aeron Feuerstein (Aron Fejerštajn).⁶ Tekstilna fabrika „Malden Mills” u Lawrence (Lorensu), osiromašenom gradu u američkoj državi Masačusets, izgorela je 1995. godine. Vlasnik Aeron Feuerstein je dobio obeštećenje od osiguravajuće kompanije u iznosu od blizu 300 miliona dolara. Posmatrano iz ugla tradicionalne teorije stvaranja vrednosti za akcionare, očekivani postupak u takvoj situaciji bio bi izmeštanje industrijske proizvodnje u neku od zemalja u razvoju (što je posebno karakteristično za tekstilnu industriju) ili distribucija slobodnih novčanih sredstava vlasnicima (u ovom slučaju penzionisanje vlasnika). Umesto toga, vlasnik se odlučio da ponovo gradi u mestu Lawrence i

⁴ Već više decenija veliki broj preduzeća (u okviru svojih publikacija, objekata prodaje...) naglašava ključnu ulogu svojih potrošača, izjavama kao što su: „Kupac je uvek u pravu”, „Kupac je kralj” itd.

⁵ Young David; O'Byrne Stephen, (2001): *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, str. 13–14.

⁶ Martin Roger (2002): *The Virtue Matrix – Calculating the Return on Corporate Responsibility*, Harvard Business Review, Reprint R0203E, str. 5–6.

nastavio da plaća zaposlene dok je nova fabrika bila u izgradnji. Naravno, ovo je samo izolovan primer koji ipak ukazuje na određene promene u shvatanjima koncepta generisanja vrednosti za akcionare u SAD.

Kao u slučaju SAD, u poslednjoj deceniji 20. veka došlo je do određenih promena i u „kontinentalnim shvatanjima”. Sve veći broj korporativnih preduzeća, čije je sedište poslovanja izvan angloameričkih država, označava generisanje vrednosti za akcionare kao veoma značajan cilj poslovanja. Kao jedan od razloga može se istaći sve veći značaj institucionalnih investitora u Nemačkoj, Japanu i drugim razvijenim zemljama, koji očekuju odgovarajuću stopu prinosa na svoje investicije. U tom smislu, najveće nemačke banke i osiguravajuća društva počeli su da smanjuju svoje prisustvo u vlasništvu korporacija, uz najave da će upravljati svojim portfoliom više u skladu sa principima „stvaranja vrednosti za akcionare”. I pored delimičnog prihvatanja pravila generisanja vrednosti za akcionare, može se očekivati da će kontinentalni model i u budućnosti karakterisati bolja zaštita i veća prava zaposlenih.

U praksi najrazvijenijih zemalja postoje i primeri zadržavanja tradicionalnih shvatanja kontinentalnog modela generisanja vrednosti za stejkholdere, koji su pokazali odlične rezultate – poput japanskih korporacija „Toyota” (Tojota) ili „Canon” (Kanon). „Toyota”, koja nije značajno orijentisana na stvaranje vrednosti za akcionare, prethodnih godina pokazuje bolje rezultate poslovanja u poređenju sa američkom konkurencijom poput „GM” i „Ford”.⁷ Sa druge strane, značajna prihvatanja angloameričkih shvatanja često se nisu pokazala kao uspešan model – kao primer može se izdvojiti japanska korporacija „Sony” (Soni).⁸

3. Promena uloga ključnih stejkholdera u uslovima ekonomske krize

Kao dva najznačajnija stejkholdera kojima preduzeće nastoji da *generiše vrednost*, pored *vlasnika*, ističu se *kupci i zaposleni*. U analizu ključnih stejkholdera potrebno je uključiti i druge grupe, poput *državnih organa, kreditora, dobavljača i distributera*, ali se ovde uobičajeno ne može govoriti o direktnom generisanju vrednosti. Posmatrano sa aspekta oportunitetnih prinosa, vrednost za određenu grupu stejkholdera se generiše kada ta grupa ostvaruje veću korist od one koju bi mogla ostvariti u konkurentskim preduzećima. U tom smislu, očigledno je da preduzeće ne može postaviti kao cilj poslovanja generisanje vrednosti za državu, što bi podrazumevalo npr. plaćanje većih poreza od propisanih. Korporativna preduzeća, međutim, često postavljaju kao značajan cilj poslovanja podršku lokalnoj zajednici u kojoj deluju (donacije školama, zdravstvenim ustanovama, humanitarnim organizacijama itd). Na ovaj način se vrši promocija i uvećava poslovni ugled preduzeća. Banke mogu značajno uticati na poslovne aktivnosti preduzeća, pre svega u cilju obezbeđenja otplate kredita (zahtevi poveriocima za održavanjem određenog nivoa likvidnosti, solventnosti itd). U odnosima sa kreditorima, međutim, ne može se govoriti o potrebi direktnog generisanja vrednosti za ovu grupu stejkholdera. Preduzeća neće nastojati da pruže kreditorima više od onoga što je ugovoreno ili očekivano. Preduzeća u određenim slučajevima mogu postaviti kao cilj poslovanja generisanje vrednosti za dobavljače ili distributere, što se prvenstveno odnosi na dugogodišnje i pouzdane poslovne partnere. Drugim rečima, ukoliko pojedini dobavljači ili distributeri predstavljaju značajan deo lanca generisanja vrednosti, preduzeće može da im obezbedi bolje uslove od onih koji važe na tržištu.

U dosadašnjem tekstu bila su analizirana iskustva razvijenih država u godinama pre nastanka globalne ekonomske krize, koja je otpočela tokom 2008. godine. Kriza je stvorila potpuno nove uslove privređivanja i konkurentskog okruženja. Začeci krize najpre su se pojavili sredinom prve decenije 21. veka u SAD, nakon „kolapsa” tržišta nekretnina. Pad cena nekretnina, koje su u prethodnim godinama ostvarivale nerealno rast, nastao je kao posledica nemogućnosti građana i preduzeća da otplaćuju hipotekarne kredite. Banke, koje su odobravale ove kredite, suočavale su se sa problemom likvidnosti, zbog toga da nisu mogle da prodaju nekretnine preuzete po osnovu hipoteke. Kao poseban akcelerator krize ističe se značajan rast cena nafte koja je dostigla nivo od blizu 150\$ za barel sredinom 2008. godine. Nakon toga, kriza je dostigla vrhunac kada su širom sveta velike komercijalne i investicione finansijske institucije počele da ostvaruju značajne gubitke i da se suočavaju sa mogućim stečajem. Kao lančani efekat gotovo sve države u svetu doživele su pad

⁷ Videti više: Franklin Allen, *Japan's Own Brand of Corporate Governance: Shareholders Don't Rule* (2006), Published: November 29, 2006 in Knowledge@Wharton <http://knowledge.wharton.upenn.edu>

⁸ Videti više: Sanford M Jacoby (2006), *Japan's alternative economics*, Le Monde, jun 2006, <http://mondediplo.com/2006/06/06japan>

privredne aktivnosti i veliki rast nezaposlenosti kao posledica otpuštanja radnika. U takvim uslovima kao osnovni cilj poslovanja preduzeća nameće se preživljavanje i „čekanje boljih vremena”.

Globalna ekonomska kriza je u značajnoj meri uticala na odnos snaga između ključnih stejkholdera u savremenim korporativnim preduzećima. Nesporno je da najteže posledice ekonomske krize snose **zaposleni**, zbog do sada nezapamćenog talasa otpuštanja. U uslovima ograničenih prihoda, otpuštanje dela zaposlenih i umanjenje zarada zaposlenima koji ostaju u preduzeću predstavlja prvi korak u smanjenju ukupnih rashoda. Velika ponuda i smanjenje tražnje na tržištu radne snage u izuzetno velikoj meri slabi pregovaračku snagu zaposlenih.

Sa druge strane, pad kupovne moći i tražnje proizvoda i usluga, a posledično i pad cena, dovodi do toga da **kupci** postaju dominantni stejkholderi. Vlasnici su, u cilju opstanka preduzeća, često spremni da kratkoročno prepuste najveći „deo kolača” kupcima, odnosno da poslušaju na granici rentabiliteta.

Promena značaja **kreditora** može se posmatrati sa dva aspekta. Kratkoročno, u uslovima ograničenih izvora finansiranja i privremene nelikvidnosti, opstanak velikog broja preduzeća je direktno uslovljen odobravanjem novih kredita i/ili reprogramiranjem (odlaganjem plaćanja) postojećih obaveza. Sa druge strane, može se primetiti da značajan broj uspešnih korporativnih preduzeća već duži vremenski period nastoji da se u što većoj meri finansira iz sopstvenih izvora i pored određenih prednosti finansiranja iz kredita (troškovi kamata umanjuju oporezivu dobit). Razlog za ovakvu politiku finansiranja nalazi se upravo u uslovima periodičnih kriza u poslovanju, koje imaju izraženo negativne posledice na opstanak značajno zaduženih preduzeća. U tom smislu, može se očekivati da će u godinama nakon oporavka korporativna preduzeća biti znatno opreznija prilikom uzimanja većih kredita ali i da će bankarski sektor postaviti strožije uslove kreditiranja.

Konačno, veoma je značajno da se u analizu promene značaja ključnih stejkholdera uključi i **država**. Tradicionalno posmatrano, razvijene države određuju opšte uslove poslovanja i najčešće se ne mešaju direktno u rad pojedinačnih korporativnih preduzeća, osim u slučajevima kada postoje specifični nacionalni interesi ili je neophodno obezbeđenje nesmetanog funkcionisanja slobodnog tržišta (npr. sprečavanje formiranja kartela). Globalna ekonomska kriza, međutim, nametnula je odstupanja od osnovnih načela neoliberalizma koji podrazumeva neuplitanje države u ekonomiju, izbegavanje protekcionizma itd. Za razliku od 1980-tih kada su pojedine razvijene evropske države vršile privatizaciju neprofitabilnih državnih preduzeća (npr. prodaja kompanije „British Telecom” 1984. godine), trenutno se odvijaju obrnuti procesi. Naime, najrazvijenije države su tokom 2008. i 2009. godine uložile ogromna novčana sredstva kako bi se spasili nacionalni industrijski i bankarski „giganti”, čime je država postala značajan akcionar ili suvlasnik u ovim preduzećima. I pored toga što će nakon okončanja krize doći do smanjenja državnog udela u vlasništvu (kroz delimičnu prodaju akcija), izvesno je da će u budućnosti država predstavljati jednog od ključnih i veoma uticajnih stejkholdera u korporativnim preduzećima.

4. Zaključak

U Srbiji trenutno dominira atmosfera **generisanja vrednosti za većinske vlasnike u Srbiji**, uz značajno zapostavljanje interesa drugih stejkholdera. Većinski vlasnici u uslovima relativno zatvorenog tržišta najčešće nisu zainteresovani da daju deo „kolača” potrošačima, zaposlenima, dobavljačima, ali često ni manjinskim vlasnicima. Kao i u razvijenim zemljama, usled ekonomske krize je došlo do sličnih promena u pregovaračkoj snazi pojedinih grupa stejkholdera. Najteže posledice ekonomske krize osetili su zaposleni, dok je pad kupovne moći i tražnje za proizvodima i uslugama doveo do delimičnog jačanja uloge kupaca.

Značajne promene u ulogama ključnih stejkholdera se mogu očekivati u narednim godinama, pre svega kao posledica **liberalizacije tržišta**. Većinski vlasnici su do sada nastojali da u što većoj meri iskoriste relativnu zatvorenost tržišta, jeftinu radnu snagu, nedovoljno razvijene zakonske odredbe o zaštiti životne sredine itd. Nakon ukidanja trgovinskih barijera stvoriće se izražena konkurencija najpre na komercijalnim tržištima, što će u izuzetnoj meri ojačati ulogu kupaca. Jačanje prisustva stranih preduzeća imaće i određeni uticaj na povećanje značaja zaposlenih, što se prvenstveno odnosi na visoko kvalifikovane stručnjake.

Iskustva zemalja lidera u tranziciji (poput Češke, Poljske, Mađarske i Slovenije) ukazuju da mogućnost relativno slobodnog kretanja radne snage unutar država EU dovodi do značajne migracije visokokvalifikovane i stručne radne snage prema najrazvijenim zemljama. U ovakvim uslovima, dugoročan opstanak domaćih preduzeća, bez obzira da li se nalaze u vlasništvu stranih ili domaćih investitora, nameće

potrebu prihvatanja koncepta generisanja vrednosti za ključne stejkholdere. U tom smislu, da bi se privukli i zadržavali kvalitetni stručnjaci, potrebno je da u svojoj zemlji ostvaruju barem približne uslove u odnosu na one koje im nude poslodavci u inostranstvu. Drugim rečima, potpuna liberalizacija tržišta, pored negativnih posledica koje ima na nedovoljno razvijenu privredu zemalja u tranziciji, dugoročno onemogućava primenu tradicionalnog modela generisanja vrednosti za većinske akcionare. Ovakav model je u savremenim uslovima poslovanja moguć isključivo u okviru ekonomski izolovanih država. Državni protekcionizam kratkoročno štiti privredu, ali u velikoj meri dovodi do eksploatacije zaposlenih i potrošača od strane vlasnika. Na osnovu iskustava zemalja lidera u tranziciji, može se zaključiti da će primena koncepta generisanja vrednosti za stejkholdere predstavljati značajnu komponentu budućeg razvoja Srbije.

Literatura

- [1] Ferrarini G., (2002) *Shareholder value; a new standard for company conduct*, Conference on „Company Law and Capital Market Law“, March 30-31, Siena.
- [2] Franklin A., Japan's Own Brand of Corporate Governance: Shareholders Don't Rule (2006), Published: November 29, 2006 in Knowledge@Wharton <http://knowledge.wharton.upenn.edu>
- [3] Grout P., Megginson W., Zaleska A., (2009) *One Half-Billion Shareholders and Counting-Determinants of Individual Share Ownership Around the World*, <http://ssrn.com/abstract=1364765>
- [4] Handy Charles, (2002): What's a Business For?, Harvard Business Review, Reprint RO212C :
- [5] Martin R.,(2002) *The Virtue Matrix – Calculating the Return on Corporate Responsibility*, Harvard Business Review, Reprint R0203E.
- [6] Rappaport, A., (2006) *10 Ways to Create Shareholder Value*, Harvard Business Review, Reprint R0609C.
- [7] Rappaport Alfred, (1997): *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, Free Press
- [8] Sanford M. J., (2006) *Japan's alternative economics*, Le Monde, jun 2006. <http://mondediplo.com/2006/06/06japan>
- [9] Young D., O'Byrne S., (2001) *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill
- [10] Zakić V., (2005) *Raspodela dobiti i politika dividendi*, Viša poslovna škola, Novi Sad.