

Борко МИХАЈЛОВИЋ, LL.M.

асистент Правног факултета Универзитета у Крагујевцу

ЦИЉ ПОСЛОВАЊА ПРИВРЕДНОГ ДРУШТВА – САМО СТИЦАЊЕ ДОБИТИ ИЛИ ЈОШ НЕШТО?

Резиме

Дефинисање циља пословања привредног друштва једно је од најзначајнијих питања савременог компанијског права. И поред научних расправа које се воде већ деценијама, не постоји једнозначан, недвосмислен одговор на то питање. Две су основне теорије о циљу пословања привредног друштва: теорија приоритета акционара (акционарска теорија) и теорија заступљености различитих носилаца интереса у привредном друштву (стејкхолдерска теорија). Поред две основне теорије, постоје и многа нова схватања, која у мањој или већој мери подсећају на две основне теорије, или које мање или више успешно комбинују карактеристике и једне и друге теорије. Аутор у раду анализира основне теорије о циљу пословања привредног друштва, као и неке од новијих, савременијих теорија о том питању. На крају, аутор покушава да одговори на питање може ли се после дуготрајне дебате о циљу пословања уопште закључити нешто ново.

Кључне речи: *привредно друштво, циљ пословања, стицање добити, приоритет акционара/чланова друштва, заступљеност различитих носилаца интереса.*

I Увод

Анализа литературе која се бави питањем циља пословања привредног друштва доводи нас до изненађујућих и контрадикторних закључака. Али, једно је сигурно. Дефинисање циља пословања привредног друштва предмет је ранијих, садашњих, а вероватно и будућих научних расправа компанијског права. И не само компанијског права. Оно је предмет и других научних дисциплина, економије, финансија, пословне

етике, организационих наука.¹ То је разумљиво, јер сам појам „циљ пословања“ указује на изворност, суштину и фундаменталност постављеног питања.

Две су основне теорије о циљу пословања привредног друштва: теорија приоритета акционара (акционарска теорија) и теорија заступљености различитих носилаца интереса у привредном друштву (стејкхолдерска теорија). Оне данас, пак, нису једине две теорије, које савремено компанијско право познаје. Постоје многа нова схватања, која у мањој или већој мери подсећају на две основне теорије, или које мање или више успешно комбинују карактеристике и једне и друге теорије, по опробаном рецепту покушаја проналажења „средњег пута“, када постоји дилема о исправности екстремних одговора до којих се првобитно дошло. Узимајући у обзир фундаменталност питања циља пословања привредног друштва, делује збуњујуће да правна теорија, као ни све друге научне теорије, још увек нису дале јединствен одговор на постављено питање. И то је можда и једна од ретких тачака подударања ставова разлитих теоретичара: да одговор још увек не постоји. Одговор се током деценија мењао, тако што је различитим теоријама додељиван примат у различитим временским раздобљима. Могло би се поставити питање да ли савремено привредно друштво послује без јасно одређеног циља. То никако не одговара реалности и савременој пословној пракси. Али, то не умањује значај даљег трагања за јасно дефинисаним циљем или циљевима пословања привредног друштва.

Поједини аутори дефинисање циља пословања привредног друштва сматрају најзначајнијим теоријским и практичним питањем савременог компанијског права.² Значај одређивања циља пословања привредног друштва обично се доводи у вези са питањем посебних (фидуцијарних) дужности директора према привредном друштву. Јасно дефинисан циљ има улогу водича управи друштва (и другим лицима са посебним дужностима) приликом вршења тих дужности. Он чини једноставнијим утврђивање да ли су директори и друга лица са посебним дужностима према привредном друштву поступала у складу са тим дужностима.³ Ипак, значај одређивања циља пословања привредног друштва може се

1 Andrew Keay, „Ascertaining the corporate objective: An entity maximization and sustainability model“, *The Modern Law Review*, бр. 5/2008, 664.

2 James P. Walsh, „Introduction to the “Corporate Objective Revisited” exchange“, *Organization Science*, бр. 3/2004, 349.

3 A. Keay (2008), 665.

посматрати и у много ширем контексту. Он нам указује на врсту и механизме корпоративног управљања које треба имплементирати у компанијском праву једне земље, али нам указује и на правни, политички и економски пут којим једна земља намерава да се креће. Пут суровог, неолибералног капитализма и пут хуманог, друштвено „осетљивијег“ капитализма два су могућа избора (да ли могућност избора заиста постоји?), а тај избор зависи и од тога како држава и друштво (у социолошком смислу) виде циљ пословања привредног друштва.

II Осврт на ток дебате о циљу пословања привредног друштва

„Велика дебата“ о циљу пословања привредног друштва почела је тридесетих година прошлог века на страницама чувене Харвардске правне ревије (енгл. *Harvard Law Review*), у којој је објављена научна расправа америчких професора Адолфа Берла и Едвина Мерица Дода.⁴ Берл је био поборник теорије приоритета акционара, тврдећи да „сва овлашћења која су додељена привредном друштву, управи привредног друштва или било којој групи унутар друштва, без обзира на то да ли произилазе из закона, оснивачког акта или и из једног и из другог, у сваком тренутку треба да буду вршена искључиво у интересу акционара/чланова друштва“.⁵ Дод је имао потпуно другачије виђење циља пословања привредног друштва. Он је сматрао да је једини ваљан циљ друштва онај који не обухвата само стварање новца, већ и обезбеђивање сигурних радних места за запослене, квалитетних производе за потрошаче и давање доприноса развоју читаве друштвене заједнице.⁶ Он је говорио да је привредно друштво економска институција, које има како друштвену улогу, тако и функцију стицања добити.⁷ У првој половини 20. века управо је Додово схватање однео превагу. То је признао и његов највећи опонент Берл 1954. године, наводећи тада да је расправа, барем у том тренутку, завршена у корист модела

4 Неслагања постоје чак и по питању када је научна расправа о циљу пословања привредног друштва почела. Поједини аутори кажу да она траје више од 150 година (Anant K. Sundaram, Andrew C. Inkpen, „The corporate objective revisited“, *Organization Sciences*, бр. 3/2004, 351.), а неки чак да она постоји већ више од 2000 година, односно већ од тренутка када су почели да се појављују први, рудиментарни облици организовања обављања привредне делатности (J. Walsh, 349).

5 Adolf A. Berle, Jr., „Corporate powers as powers in trust“, *Harvard Law Review*, бр. 7/1931, 1049.

6 Edwin Merrick Dodd, Jr., „For whom are corporate managers trustees?“, *Harvard Law Review*, бр. 7/1932, 1156.

7 Исто, 1148.

који узима у обзир интересе шире друштвене заједнице.⁸ Ипак, као што је Берл рекао, крај расправе и победа „друштвено одговорне“ теорије била је само привремена. Седамдесетих година прошлог века развија се тзв. Чикашка школа економије слободног тржишта. Ова економска школа циљ привредног друштва сматра врло јасним и једноставним: то је повећање богатства акционара, односно чланова друштва. Најутицајнији представник ове школе свакако је Милтон Фридман, који је тврдио да су акционари власници привредног друштва и да је зато његова једина „друштвена одговорност“ повећање профита акционара/чланова.⁹ На развој теорије приоритета акционара седамдесетих година, значајан утицај има и рад економиста Џенсена и Меклинга, који акционаре описују као налогодавце, који ангажују директоре да поступају као њихови заступници.¹⁰ Коначно, 2001. године Хансман и Кракман „објављују крај историје компанијског права“, односно да је велика дебата о циљу пословања привредног друштва завршена, и то у корист теорије приоритета акционара/чланова друштва.¹¹ Ипак, последњих година расправе на ову тему поново су актуелне, па се чини да теза о „крају историје“ у овом тренутку више није основана.¹²

III Теорија приоритета акционара/чланова друштва (акционарска теорија)

Акционарска теорија полази од примарне улоге акционара, односно чланова друштва. Циљ пословања друштва одређен је употребом сличних, али не и истих појмова. Тако се као циљ наводи приоритет акционара (енгл. *shareholder primacy*), што делује као најшира формулација. Говори се и о повећању, односно максимизацији богатства акционара (енгл. *shareholder wealth maximization*), али и о стварању вредности за акционаре (енгл. *shareholder value*). У правној литератури постоје различи-

8 Adolf A. Berle, Jr., *The 20th century capitalist revolution*, New York, 1954, 169.

9 Milton Friedman, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, N.Y. Times, Sept. 13, 1970 (доступно на <http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>, 27.04.2017).

10 Michael C. Jensen, William H. Meckling, „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“, *Journal of Financial Economics*, бр. 3/1976, 308.

11 Henry Hansmann, Reinier Kraakman, „The end of history for corporate law“, *Georgetown Law Journal*, бр. 2/2001, 468.

12 О току дебате о циљу пословања привредног друштва у европским земаљама види: Martin Gelter, Genevieve Helleringer, „Lift not the painted veil! To whom are directors' duties really owed?“, *University of Illinois Law Review*, бр. 3/2015, 1089-1090.

ти ставови о односу између наведених појмова. Према појединим ауторима, ради се о синонимима, који се могу користити у заменљивом значењу.¹³ Бејнбриџ, пак, сматра да се ради о појмовима који изражавају различите концепте. Појам „приоритет акционара“ подразумева модел одлучивања у коме крајња контрола („завршна реч“) припада акционарима/члановима друштва, док „максимизација богатства акционара“ означава шта је заправо циљ и водиља управи друштва приликом доношења пословних одлука.¹⁴ Приоритет акционара схваћен у овом смислу у складу је не само са акционарским, већ и са стејкхолдерским теоријама, што може бити од великог значаја за континентално-европске правне системе, који су традиционално усмеренији ка стејкхолдерским теоријама.¹⁵ Ова научна расправа није само терминолошке, већ и суштинске природе. Бејнбриџ сматра да теорија приоритета акционара има два значења: 1) циљ пословања привредног друштва треба да буде максимизација богатства акционара/чланова друштва; 2) акционари/чланови друштва имају крајњу контролу над пословањем друштва.¹⁶ Кеј, пак, истиче да се теорија временом развијала, готово у потпуности, ка свом првом значењу. Тако Кеј ову теорију изједначава са стварањем што више богатства за акционаре/чланове друштва. То једноставно значи да управа друштва треба да ради на томе да створи што више новца за акционаре/чланове.¹⁷ Према овом схватању акционарске теорије, интереси других стејкхолдера подређени су интересима акционара/чланова друштва. Њихови интереси могу бити од значаја и у примени ове теорије, али само ако то доприноси свеукупном повећању богатства акционара/чланова друштва.¹⁸

САД и Велика Британије традиционално се сматрају земљама које прихватају акционарску теорију.¹⁹ Последњих година и Европска унија прави корак ка усвајању акционарског модела, на шта указује све чешће

13 Andrew Keay, „Shareholder primacy in corporate law: Can it survive? Should it survive“, *European Company and Financial Law Review*, бр. 3/2010, 370.

14 Steven Bainbridge, „Director primacy: the means and ends of corporate governance“, *Northwestern University Law Review*, бр. 2/2003, 574.

15 Paul Krüger Andersen, Evelyne Juliane Beatrix Sørensen, „The principle of shareholder primacy in company law from a Nordic and European regulatory perspective“, у: Hanne S. Birkmose, Mette Neville, Karsten Engsig Sørensen (ур.), *The European Financial Market in Transition*, Alphen aan den Rijn, 2011, 178.

16 S. Bainbridge, 573.

17 A. Keay (2010), 375.

18 Исто, 376.

19 Klaus Hopt, „Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation“, *American Journal of Comparative Law*, бр. 1/2011, 28.

позивање на принципе, попут активног власништва, акционарског активизма, акционарске демократије и сл.²⁰ Андерсен и Соренсен сматрају да је принцип приоритета акционара заједнички принцип европског права, чије се значење разликује од значења овог принципа у САД.²¹ Усвајање овог принципа, према „европском значењу“, не значи да привредна друштва не могу да следе друге, друштвено корисне интересе.²² Међутим, ти интереси нису примарни циљ друштва, већ они треба да буду и јесу регулисани посебним прописима. Те прописе друштва треба да следе и поштују, а на акционарима/члановима је да одлуче да ли ће друштво ићи корак даље и усвојити принципе, који ће ићи изван те регулативе.²³ Поменути аутори своје ставове заснивају управо на горе поменутом Бејнбрицовом схватању појма приоритета акционара.

Принцип приоритета акционара није обавезујућа правна норма, пошто се у законодавству никада изричито не одређује да је циљ пословања привредног друштва увећавање богатства акционара/чланова друштва. Ипак, овај принцип у великој мери утиче на праксе корпоративног управљања (посебно у земљама англосаксонског правног круга, али и у ЕУ), па се сматра да он данас постоји као опште прихваћена друштвена норма.²⁴

Као што циљ друштва који произилази из ове теорије није потпуно јасно одређен, тако ни други аспекти ове теорије нису једнообразни. Ту се првенствено мисли на њене основне поставке, односно принципе, разлоге и правно-политичка оправдања на којима почива и из којих изводи своју наводну премоћ у односу на друге теорије. Поставке су се временом мењале, а неке од њих користе и присталице стејкхолдерске теорије у циљу оправдања својих ставова, наравно тумачећи их и користећи у другом контексту и на други начин. Акционарска теорија, најпре, је оправдана аргументима који су полазили од чињеница које су указивале на посебну улогу и значај акционара/чланова за постојање и функционисање при-

20 European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – Action plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies, Strasbourg, 2012, COM (2012) 740 final.

21 P. K. Andersen, E. J. B. Sorensen, 196.

22 Исто.

23 Исто.

24 David Rönnegard, N. Craig Smith, „Shareholder primacy as an impediment to Corporate Social Responsibility“, у: Maria Cecilia Coutinho de Arruda, Boleslaw Rok (yp.), *Understanding Ethics and Responsibilities in a Globalizing World*, Berlin, 2016, 49-50.

вредног друштва.²⁵ Та улога може да произилази из схватања акционара/чланова као власника привредног друштва, што би за последицу имало негацију његовог правног субјективитета.²⁶ Чак и када нису схваћени као власници, њихов посебан значај произилази из чињенице да су они ти који обезбеђују почетни и накнадни капитал друштва. Дакле, они су инвеститори, па сам значај инвестирања за једно друштво логично води ка значају акционара. Акционари су лица која последња намирују своја потраживања према друштву, односно они своје право на дивиденду остварују тек када се пре тога намире сви остали повериоци друштва (енгл. *residual claimants*).²⁷ Указивало се и на постојање „рањивости“ акционара приликом куповине акција друштва, на тзв. информациону асиметрију, која је последица њиховог недовољног познавања свих чињеница од значаја за куповину акција.²⁸ Акционарска теорија као своју правно-политичку подлогу користи и уговорно схватање привредног друштва. Постоје две верзије овог аргумента.²⁹ Једна је повезана са већ поменим схватањем (карактеристичним за англосаксонско право) односа између акционара/чланова и директора друштва као односа еквивалентном односу између налогодавца и заступника. Последица усвајања ове претпоставке је и усвајање теорије приоритета акционара. Поред тога, указује се и на услове под којима су акционари/чланови привучени да уложе свој новац у друштво, односно на чињеницу да конститутивни акти друштва махом указују на стицање добити као на првенствени циљ друштва.³⁰ Присталице акционарске теорије последњих година користе чак и аргументе друштвеног благостања, карактеристичне за стејкхолдерску теорију.³¹ Наводи се да акционари имају највише интереса за успешно пословање друштва, па да на тај начин поступање у њиховом интересу доприноси постизању опште друштвене добробити. На крају, као последњи одговор на критике опонената, заговорници акционарске теорије наводе разлог целисходности. Они сматрају да, чак и ако не постоји било који разлог који оправдава фаворизовање акционара/чланова у од-

25 Joseph Heath, „Business ethics and the “End of history“ in corporate law“, *Journal of Business Ethics*, бр. 1/2011 (Special issue on Ethics, Corporations, and Governance), 8.

26 A. Keay (2010), 393.

27 *Исто*, 377-380.

28 J. Heath, 8.

29 *Исто*.

30 A. Keay (2010), 397.

31 *Исто*, 390.

носу на остале носиоце интереса, онда је њихов приоритет оправдан због тога што је примена те парадигме једноставнија и ефикаснија.³²

Једноставност и ефикасност теорије приоритета акционара/чланова изражава се кроз један од основних, а можда и највише пута поновљен аргумент, а то је да примена ове теорије олакшава начин и поступак одлучивања директора друштва.³³ Они имају један циљ, који је јасно одређен, нема потребе за узимањем у обзир других интереса, њиховим „вагањем“ и настојањем да они буду доведени у равнотежу. Било која нејасноћа у погледу циља за последицу може да има поступање директора у сопственом интересу. Такву равнотежу заправо понекад није ни могуће постићи, пошто интереси могу бити потпуно супротстављени. Често се понавља и да акционари, за разлику од осталих носилаца интереса, не уживају заштиту у другим гранама права, па зато компанијско-правна заштита треба бити усмерена искључиво према њима. Остали носиоци интереса заштићени су уговорима, али и прописима јавноправне природе (нпр. постоје прописи радног права, потрошачког права и сл.). Усвајање теорије приоритета акционара/чланова подстиче преузимање предузетничког ризика од стране директора.³⁴ На крају, наводи се да не постоје емпиријски докази да су друштва која послују у привредним системима који усвајају стејкхолдерски модел, као што су европске земље и Јапан, одговорнији „корпоративни грађани“.³⁵

Критичари акционарске теорије побијају ову теорију по различитим основама. Тако, између осталог, наводе да проблем балансирања интереса постоји и када се усвоји приоритет акционара као основни принцип, који настаје као последица постојања различитих интереса акционара, понекад чак и оквиру исте врсте и класе акција. Потом нејасно је да ли се приоритет акционара посматра краткорочно или дугорочно, а са тим у вези поставља се и питање да ли се води рачуна само о интересима постојећих или и будућих акционара.³⁶ Овај проблем је карактеристичан за јавна акционарска друштва, чије су акције брзо и лако преносиве. Општа је оцена да примена теорије приоритета акционара/чланова има за последицу усмереност управе друштва ка краткорочним циљевима. Краткорочни циљеви и стално настојање за повећањем цене акција могу

32 A. Keay (2008), 668-669.

33 Исто.

34 A. Sundaram, A. Inkpen, 354.

35 Исто, 356.

36 A. Keay (2008), 670.

натерати управу друштва да иде „линијом мањег отпора“ и да тако просто пренесе вредност од других стејхолдера ка акционарима/члановима, уместо да се усмери на стварање вредности за све носиоце интересе.³⁷ Добар пример за то је британско–холандска нафтна компанија Ројал Дач Шел (*Royal Dutch Shell*) која је најпре отпустила око 5000 запослених, да би након тога повећала дивиденде својим акционарима за 5%.

IV Теорија заступљености различитих носилаца интереса у привредном друштву (стејхолдерска теорија)

Теорија заступљености различитих носилаца интереса у привредном друштву полази од тога да, поред акционара/чланова, постоје и друге групе или појединци, унутар и изван привредног друштва, које су заинтересоване за његово пословање, а које, такође, доприносе том пословању, развоју друштва, његовом капиталу. Стејхолдерска теорија циља пословања привредног друштва тај циљ види у стварању и расподели богатства и вредности, створених пословањем привредног друштва, свим групама стејхолдера (носилаца интереса), без давања предности, фаворизовања неке од тих група на штрб друге.³⁸ Према овом схватању, суштина привредног пословања је да сви носиоци интереса или још шире посматрано – сви учесници на тржишту имају дугорочне користи од тог пословања. Стејхолдери заслужују да се сматрају циљем, а не само средством за постизањем циља.³⁹ Према томе, у свом чистом облику ова теорија не захтева само пуко уважавање, разматрање, узимање у обзир интереса других стејхолдера, поред интереса акционара/чланова друштва, већ равноправан третман свих тих носилаца интереса.

Фриман, оснивач стејхолдерске теорије, појам стејхолдера је дефинисао као било коју групу или појединца који може утицати на остваривање циљева привредног друштва или на кога утиче остваривање тих циљева.⁴⁰ У теорији се могу пронаћи многе сличне дефиниције. На пример, стејхолдери су групе и појединци који сnose последице (корист и

37 A. K. Sundaram, A. C. Inkpen, 356.

38 Andrew Keay, „Stakeholder theory in corporate law: Has is got what it takes?“, *Richmond Journal of Global Law and Business*, бр. 3/2010, 256.

39 R. Edward Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston, 1984, 46.

40 A. Keay, „Ascertaining the corporate objective: an entity maximization and sustainability model“, 674.

штету) од пословних поступака једног привредног друштва.⁴¹ Стејкхолдери у једном привредном друштву несумњиво су акционари/чланови друштва, повериоци, запослени, управа (директори, чланови надзорног одбора), друштво у социолошком смислу (држава), а према неким схватањима и потрошачи.⁴²

Земље које традиционално усвајају овај модел или барем нагињу ка њему су скандинавске земље, као и Аустрија, Немачка и Холандија.⁴³ Иако се САД готово без изузетка повезују са теоријом приоритета акционара/чланова друштва, треба напоменути да су осамдесетих година прошлог века бројне америчке савезне државе (прва је то учинила Пенсилванија 1983. године) усвојиле законе који дозвољавају управи привредног друштва да у поступку одлучивања размотри интересе свих стејкхолдера (енгл. *constituency statutes*). Ови закони донети су у временима учесталих непријатељских преузимања акционарских друштава, као одговор савезних држава на ту појаву, а са циљем задржавања друштава у оквиру савезне државе доносиоца закона, али и како би се сачувала радна места и омогућио несметани привредни развој.⁴⁴ Ипак, разлог доношења и сврха поменутих закона не умањују њихов шири значај и чињеницу да они представљају барем мали корак америчког корпоративног права према стејкхолдерском моделу циља пословања привредног друштва.⁴⁵ Тако се све чешће и у америчкој правној литератури наводи да се амерички систем корпоративног права погрешно посматра као систем усмерен искључиво ка остваривању добити акционара.⁴⁶ Коначно, Штут иде корак

41 Domenec Mele, „Corporate social responsibility theories“, у: Andrew Crane, Abigail McWilliams, Dirk Matten, Jeremy Moon, Donald S. Siegel (ур.), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, Oxford, 2008, 63.

42 Мирко Васиљевић, „Друштвена одговорност компанија (од политике, преко морала до права)“, *Анали Правног факултета у Београду*, бр. 1/2013, 14-15.

43 К. Нопт, 28.

44 Joseph R. Shealy, „The corporate identity theory dilemma: North Carolina and the need for constructionist corporate law reform“, *North Carolina Law Review*, бр. 2/2016, 690-691.

45 Делавер, као најутицајнија америчка савезна држава у области корпоративног права, једна је од ретких држава која није усвојила неки облик закона који дозвољава управи друштва узимање у обзир интереса различитих стејкхолдера, али судска пракса ове државе дозвољава директорима да размотре интересе других стејкхолдера све док постоји разумна веза са дугорочним интересима корпорације и акционара (најпознатија пресуда у овом смислу је у случају *Paramount v. Time*).

46 Steven M. H. Wallman, „Understanding the purpose of a corporation: an introduction“, *Journal of Corporation Law*, бр. 4/1999, 817.

даље и принцип приоритета акционара у америчком праву назива митом, који штети инвеститорима, корпорацијама и читавом друштву.⁴⁷

Стејкхолдерски модел циља пословања привредног друштва своју основу и правно-политичко оправдање проналази у моралу, правичности, потреби за развојем тзв. хуманог капитализма, насупрот владајућем савременом „окрутном“ капитализму, тежњи за постизањем опште друштвене добробити. Овај модел предмет је посебног проучавања литературе посвећене пословној етици, али њен утицај на правну литературу није нимало занемарљив. Иако почетни развој ове теорије може бити приписан учењу Едвина Мерица Дода из 30-их година прошлог века и његовом супротстављању Берловој акционарској теорији, оснивачем стејкхолдерске теорије сматра се Р. Едвард Фриман који је своје ставове објавио у чувеној књизи из 1984. године *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Слично акционарској теорији, и стејкхолдерска теорија, поред различитих моралних схватања, своје правно-политичко оправдање проналази и у појединим облицима уговорних схватања (друштво је спона, мрежа различитих уговора уговора – енгл. *nexus of contracts*; када се ова теорија тумачи као признавање интереса различитих учесника „корпоративног подухвата“ који су, према овој теорији, уговорне стране). Нека веома радикална схватања посматрају привредно друштво у економском смислу као заједничку имовину свих стејкхолдера, што је практично пандан схватању акционара/чланова као власника привредног друштва, и у томе проналазе оправдање за усвајање стејкхолдерске теорије.⁴⁸ Схватање привредног друштва као правне заједнице, односно као посебног правног субјекта, такође, служи као оправдање појединим присталицама ове теорије, који сматрају да је привредно друштво заједница која се састоји од многих појединаца и група који имају интерес у вези са пословањем, напретком и успехом једног друштва.⁴⁹

Позитивне стране ове теорије обично се повезују са чињеницом да активности које нису усмерене искључиво ка постизању максималне добити за акционаре/чланове друштва доприносе пословном угледу и свеукупној репутацији привредног друштва на тржишту, његовој атрак-

47 Lynn Stout, *The shareholder value myth: how putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, 2012, V-VI.

48 Brian M. McCall, „The corporation as imperfect society“, *Delaware Journal of Corporate Law*, бр. 2/2011, 522.

49 J. Shealy, 689.

тивности као послодавца.⁵⁰ Стејкхолдерска теорија доприноси поштовању моралних норми у привредном пословању и постизању правичности у том пословању, покушајем стављања у исти положај различитих носилаца интереса за пословањем друштва (ако они треба да буду једнаки?). Из стејкхолдерског модела произашло је теорија о друштвено одговорном пословању компанија (енгл. *corporate social responsibility*), која последњих година све више добија на значају на глобалном нивоу и која тако промовише позитивне стране теорије о заступљености различитих носилаца интереса у привредном друштву. Европска унија дефинише друштвено одговорно пословање као одговорност предузећа за њихов утицај на друштво.⁵¹ Стејкхолдерска теорија и теорија о друштвено одговорном пословању компанија шаљу јединствену поруку савременом корпоративном свету да привредна друштва, а посебно велике корпорације, морају постати институције са моралним идентитетом које препознају и прихватају своје етичке обавезе према различитим стејкхолдерима, а које су од пресудног значаја за успех привредног друштва.⁵²

Од настанка стејкхолдерске теорије кључна критика противника ове теорије је проблем сталног усклађивања и балансирања различитих интереса и циљева, који неминовно настаје у случаје примене ове теорије.⁵³ Пошто су ти интереси често потпуно супротстављени, тај проблем понекад може бити и нерешив. Чини се да присталице стејкхолдерске теорије нису успеле да пронађу адекватан практичан одговор на то питање (да ли такав одговор уопште постоји?). Балансирање интереса различитих стејкхолдера тако остаје у оквиру (често широког) дискреционог овлашћења директора, што оставља простор и за њихово опортунистичко понашање. Критичари наводе и да ова теорија подрива принцип приватне својине, који је основа савремене тржишне привреде.⁵⁴ Практичан проблем за примењивост ове теорије је непостојање активне легитимације других стејкхолдера, осим акционара/чланова, али и непрецизно де-

50 Barnali Choudhury, „Serving two masters: incorporating social responsibility into the corporate paradigm“, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, бр. 3/2011, 651.

51 European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – A Renewed EU Strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility, Brussels, 2011, COM (2011) 681 final.

52 J. Shealy, 702-703.

53 A. Keay, „Stakeholder theory in corporate law: Has it got what it takes?“, 277.

54 *Исто*, 269-270.

финисан појам стејкхолдера.⁵⁵ Указује се и на теоријску и логичку непотпуност стејкхолдерске теорије, која није понудила адекватну аргументацију на којој се заснива, правно–политичко оправдање, нити одговор на питање на коју теорију о правној природи привредног друштва се ова теорија позива.⁵⁶

V Неке савремене теорије о циљу пословања привредног друштва

Поред две основне теорије о циљу пословања привредног друштва, у савременој литератури, постоје и многа друга, мање или више оригинална, схватања циља пословања. Томе доприноси актуелност питања и чињеница да се још увек није дошло до јасног и јединственог одговора на постављено питање.

Кеј сматра да су две основне теорије о циљу пословања привредног друштва усмерене на то у чијем интересу директори треба да поступају, а не шта је циљ пословања.⁵⁷ Зато овај аутор предлаже модел који циљ пословања дефинише коришћењем два различита елемента: 1) максимизација добробити привредног друштва као посебног правног субјекта и 2) одрживо пословање привредног друштва (обезбеђење опстанка и трајности привредног друштва).⁵⁸ Максимизација добробити привредног друштва подразумева неговање целокупног богатства друштва, што се постиже настојањем управе друштва да повећа укупну дугорочну тржишну вредност друштва као целине, узимајући у обзир интересе различитих група или људи.⁵⁹ Ово схватање има сличности са стејкхолдерским моделом, пошто Кеј наводи да дугорочна максимизација добробити привредног друштва подразумева непоступање науштрб интереса запослених (нпр. неправичним снижењем цене рада, уштедама на пољу безбедности и здравља на раду и сл.), правовремену исплату поверилаца, улагање у истраживање и развој, тренинге запослених, инвестиције у локалну и ширу заједницу и сл. Други елемент ове теорије је одрживо пословање друштва, које подразумева континуирани финансијски развој друштва и

55 Исто, 273.

56 В. McCall, 522.

57 А. Keay, „Ascertaining the corporate objective: an entity maximization and sustainability model“, 679.

58 Исто.

59 Исто, 685.

стално старање управе друштва да не дође до његове презадужености и последично стечаја.⁶⁰

И бројна друга схватања на неки начин представљају посебне облике стејкхолдерског модела или потичу од њега. Такво је схватање да је основни циљ пословања привредног друштва максимизација друштвеног богатства на дуге стазе.⁶¹ Слично томе, наводи се да максимизација богатства акционара/чланова друштва, као ни стицање добити не могу бити циљ сам по себи, већ само средства ка постизању циља.⁶² Основни, заједнички циљ, који уједињује интересе свих стејкхолдера и који доноси користи и привредном друштву као посебној правној заједници, је служење потрошачима/клијентима, као крајњим корисницима производа и услуга једног привредног друштва.⁶³ Или, пошто је циљ пословања привредног друштва нејасно дефинисан, управа друштва требало би да служи истовремено финансијским интересима и акционара/чланова и других стејкхолдера.⁶⁴ Као једна од теорија о циљу пословања наводи се и теорија „корпоративног грађанства“. Према овој теорији, привредно друштво део је друштва у социолошком смислу.⁶⁵ Оно има значајну улогу у поштовању и промовисању људских права и доприносу свеукупном друштвеном благостању и континуираном развоје заједнице.⁶⁶

Савремена теорија циља пословања привредног друштва која је несумњиво привукла највише пажње академске и стручне јавности последњих година је теорија усвојена у британском Закону о компанијама из 2006. године. Слободан, мада не и идеалан, превод пажљиво смишљене енглеске кованице *enlightened shareholder value* могао би да гласи „просвећено стварање вредности за акционаре/чланове друштва“ као ново схватање општег циља пословања привредног друштва. Ово схватање привукло је пуно пажње и због тога што је Велика Британија историјски недвосмислено прихватила теорију приоритета акционара/чланова друштва. Оно је кодификовано у оквиру одредбе која прописује дужност директора да промовишу успех компаније у корист чланова као групе/ко-

60 Исто, 692.

61 S. Wallman, 810.

62 B. McCall, 545.

63 Исто, 547.

64 B. Choudhury, 647.

65 Nien-he Hsieh, „Corporate social responsibility and the priority of shareholders“, *Journal of Business Ethics*, бр. 4/2009 (додатак), 553.

66 D. Mele, 73.

лектива, узимајући у обзир и: могуће дугорочне последице било које одлуке, интересе запослених, потребу компаније да развија пословне односе са својим добављачима, потрошачима и др., утицај пословања компаније на заједницу и животну средину, жељу да компанија одржи своју репутацију високих стандарда пословања и потребу правичног поступања унутар друштва.⁶⁷ Ова одредба брзо је постала предмет живе анализе правне теорије. Неки је схватају као доказ да се британско компанијско право креће ка усвајању стејкхолдерског модела, док други истичу да овај модел представља потпуно нови модел – „средњи пут“ између две деценијама супротстављене теорије.⁶⁸ Одредба се може тумачити на два начина: 1) интереси стејкхолдера могу бити од значаја само у процесу стварања богатства за акционара/чланове; 2) интереси стејкхолдера од значаја су без обзира на то да ли су повезани са интересима акционара/чланова.⁶⁹ Одговор се вероватно може пронаћи у документима британске Водеће групе за ревизију компанијског права (*Company Law Review Steering Group*), која се у свом раду и залагала за усвајање принципа просвећеног стварања вредности за акционаре/чланове друштва. Тако се у једном од извештаја ове групе, између осталог, наводи да „директори треба да поступају у најбољем колективном интересу акционара/чланова“, али и да нови приступ не подразумева „усмереност ка краткорочним финансијским интересима“, већ захтева инклузиван приступ који вреднује стварање дугорочних односа.⁷⁰ Према томе, чини се да принцип приоритета акционара и даље остаја полазна основа приликом одређивања циља пословања привредног друштва у британском праву. Уосталом, и језичким тумачењем поменуте одредбе закључује се да се од директора захтева само да „имају у виду“, односно „узму у обзир“ (енгл. *have regard to*)⁷¹ интересе изричито наведене у чл. 172 ст. 1. закона.

67 Закон о компанијама Велике Британије (*Companies Act 2006*), чл. 172 ст. 1.

68 Andrew Keay, Hao Zhang, „An analysis of enlightened shareholder value in light of ex post opportunism and incomplete law“, *European Company and Financial Law Review*, бр. 4/2011, 452.

69 Исто, 453-454.

70 Department of Trade and Industry, *Company Law Review, Modern Company Law for a Competitive Economy: Developing the Framework*, London, 2000 (доступно на <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.berr.gov.uk/files/file23248.pdf>, 27.04.2017).

71 О значењу израза „have regard to“ у овом контексту види: Andrew Keay, *Directors' duties*, Bristol, 2014, 159-166.

VI Може ли се уопште закључити нешто ново о циљу пословања привредног друштва?

Основни циљ пословања привредног друштва садржан је у самом појму привредног друштва.⁷² То је стицање добити, што је неспорна истина и „(не)оборива претпоставка“⁷³ компанијског права.⁷⁴ У поступку остваривања овог основног циља свако привредно друштво требало би да води рачуна о поштовању општег циља компанијског права, најбоље израженог кроз дефиницију Хансмана и Кракмана: „Циљ компанијског права је служење интересима друштва у целини. Прецизније, циљ компанијског права је да повећа свеукупно благостање свих на које утичу активности друштва, укључујући акционаре/чланове, запослене, добављаче и потрошаче, као и благостање трећих лица (у мери у којој је то могуће и изводљиво), као што су локалне заједнице и сви они на које утиче здрава животна средина.“⁷⁵ Исто тако, основни циљ сваког привредног друштва повезан је и са његовим посебним циљевима, који се одређују оснивачким актом, уговором чланова или статутом друштва.

Две основне теорије о основном циљу пословања привредног друштва пресудан значај дају субјектима у чијем интересу се води целокупно пословање друштва. Заједничко је за обе теорије неоспоревање, односно нерасправљање о стицању добити као основном циљу. Оне имају бројне недостатке, нелогичности, недоследности. Теорија приоритета акционара није јасно разграничила појмове стицања добити, стварања вредности за акционаре/чланове друштва, односно повећање њихове имовине, максимизације добити и максимизације богатства акционара/чланова. С друге стране, стејкхолдерска теорија у њеном најизворнијем облику, који захтева равноправност свих стејкхолдера, потпуно је неприхватљива. Чак и када бисмо са сигурношћу могли да утврдимо ко су све стејкхолдери

72 Закон о привредним друштвима (*Службени гласник Републике Србије*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - др. закон и 5/2015), чл. 2.

73 Претпоставку би могли оборити једино акционари/чланови друштва доношењем одлуке да стицање добити није основни циљ пословања, али такви случајеви су готово незабележени, осим у посебним правним формама обављања привредне делатности, које по самом закону немају стицање добити за циљ (на пример, социјална предузећа).

74 О значају стицања добити у компанијском праву види: Rolf Skog, „The importance of profits in company law – a comment from a Swedish perspective“, *European Company and Financial Law Review*, бр. 4/2015, 565.

75 Henry Hansmann, Reinier Kraakman, „What is corporate law“, у: Reinier Kraakman, Paul Davies, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Edward Rock (ур.), *The anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*, Oxford, New York, 2004, 18.

једног привредног друштва, не постоји аргумент који би био довољно снажан и убедљив да оправда стављање у исту раван по значају за живот и пословање привредног друштва акционаре/чланове и, примера ради, повериоце или запослене. Могући „средњи пут“ видљив је у многим националним законодавствима при дефинисању посебних дужности директора (и других лица), везујући их за интересе привредног друштва у целини. Мада, и овај пут има нејасноћа и непрецизности. Основно је питање да ли је интерес привредног друштва исто што и интерес акционара/чланова или је то интерес свих стејкхолдера укључених на неки начин у пословање друштва. Важно је напоменути да обе основне теорије о циљу пословања привредног друштва своја размишљања, схватања везују за велика јавна акционарска друшта,⁷⁶ па је њихова примена на мала и средња предузећа под знаком питања.

Намеће се закључак да је остваривање других, пратећих, а истовремено неопходних циљева (интереси других стејкхолдера), у директној вези са доношењем конкретних пословних одлука у сваком привредном друштву, а нарочито одлуком о расподели и усмеравању стечене добити. Сваки други циљ (мимо основног) производ је или последица воље, односно одлуке самог привредног друштва.

Borko MIHAJLOVIĆ, LL.M.

Junior Faculty Member at the Faculty of Law University of Kragujevac

THE PURPOSE OF A COMPANY'S BUSINESS OPERATION – GAINING PROFITS OR ANYTHING MORE?

Summary

Defining the purpose of company's business operation is one of the most significant issue of contemporary company law. Besides long standing scientific discussion, which have been existing for decades, we still do not have straightforward, unambiguous answer to this question. There are two main theories on the purpose of a company's business operation: the shareholder primacy theory and the theory of representation of different stakeholders in a company (stakeholder theory). Besides two dominant theories, there are many new insights, which more or less reminiscent to the two dominant theories, or which with more or less success combine characteristics of both theories. The author in the pa-

76 A. Keay, H. Zhang, 448.

per analyses basic theories on the purpose of a company's business operation, as well as some of the newer, contemporary theories on the issue. At the end author attempts to answer the question whether, after a long standing debate, we can conclude anything new with respect to this issue.

Key words: *company, purpose of business operation, gaining profit, shareholder primacy, representation of different stakeholders.*