

Dunja Dubajić, master prava\*

## INTERESI U OSNOVI KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA – DOBIT AKCIONARA VERSUS DRUŠTVENA ODGOVORNOST

**Apstrakt:** U radu autor se bavi mogućnostima orijentacije između ciljeva kompanijskog poslovanja koji imaju profitni ili društveno koristan karakter. Nejasnoće i nesigurnosti koje se vezuju za pojmove „društvena odgovornost“, „interes društva“ i „interes akcionara“ prikazane su u svetlu savremenih tendencija regulisanja kompanijskih odnosa, uz osvrt na značajne pravce u teoretskim istraživanjima. Ukazuje se na sistematičnu dubinu problema izbora između dobiti akcionara i društvene odgovornosti. Nepogodnost kontraktualnih kontrolnih mehanizama zaštite interesa u kompanijskim odnosima traži balans u jasnom normiranju važnih pitanja koje problem izaziva, kao što je pitanje prioriteta interesa koji se štiti od posledica neuspešnog, odnosno lošeg korporativnog upravljanja.

**Ključne reči:** korporativno upravljanje, interes kompanije, dobit akcionara, stejkholderi, društvena odgovornost kompanija.

### 1. UVOD

Aktuelne dileme upravljanja korporacijama odnose se na rešavanje problema agencijskih troškova i troškova generisanja vrednosti za akcionare koji se prelivaju na širu društvenu zajednicu. Agencijski troškovi nastaju kao posledica razdvajanja vlasničke i menadžerske uloge u korporaciji, odnosno kada je potrebno osigurati interese akcionara kao principala u odnosu na obavljanje poverenih poslova upravljanja korporacijom od strane direktora kao agenata.<sup>1</sup> Troškovi stvaranja vrednosti za akcionare nastaju u procesu maksimizacije dobiti akcionara u svetlu akcionar-skog kapitalizma, kada se javlja sukob ekonomskih principa koji se ovim

\* Student doktorskih studija na Pravnom fakultetu Univerziteta u Nišu  
e-mail: dubajicidd@yahoo.com

1 Jensen, M., Meckling, W., 1976, Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 308–310.

procesom bave vrlo restriktivno i etičkih principa kojima se kapitalizam oduvek preispitivao. Efekat „prelivanja“ ili eksternalizacije ovih troškova u uslovima tržišne konkurencije, kada svaka kompanija pokušava da uveća dobit, ogleda se u negativnim posledicama po društvenu zajednicu, kao što su obmanjivanje potrošača, pogoršanje položaja radnika, stvaranje kartela, izbegavanje poreskih obaveza, zanemarivanje potreba tehnološkog razvoja, doprinosa lokalnoj zajednici i ekologiji.

Ekonomski potresi na globalnom nivou doveli su u sumnju kapitalističke ideje koje su se razvijale u skladu sa neoliberalnim shvatanjem, a koje maksimizaciju dobiti kompanija nameću kao jedini cilj privredne delatnosti. Pritom se savremeni kapitalizam, pod uticajem globalizacije i razvoja informacione tehnologije, koncentriše na berzansko tržište i time akcenat stavlja na težnju akcionara da ostvaruju kapitalnu dobit povećanjem cena akcija.

Međutim, primat interesa akcionara u isključivo akcionarski orijentisanom modelu korporativnog upravljanja nailazi na sve više osporavanja sa aspekta društvene odgovornosti kompanija, moralne procene i pravične raspodele bogatstva. S druge strane, pokušaji konvergencije modela korporativnog upravljanja signaliziraju neophodnost spajanja pravaca u kojima se kreće zaštita interesa akcionara i ostalih stejkholdera u zajedničku tačku koja se naziva interesom društva. Određivanje sadržine interesa društva dijalektički je u vezi sa odgovorom na pitanje da li uopšte postoji poseban interes društva ili je reč o skupu onih interesa koji su pogođeni eksternalizacijom troškova poslovanja. Društvena odgovornost kompanija u savremenom smislu povezuje se sa ciljem postojanja kompanija i dobija profitni karakter kao najvažniji činilac dugoročne poslovne politike i održivog razvoja.

## 2. ZNAČAJ KOMPANIJA I NEOPHODNOST POSTOJANJA NJIHOVE ZASEBNE ODGOVORNOSTI I INTERESA

Trgovačka društva su najpogodnija forma ostvarivanja dobiti kroz investicije, zbog njihovog neograničenog kapaciteta za prikupljanje dodatnog kapitala, s jedne strane, i ograničenosti visine rizika ulaganja, s druge.<sup>2</sup> Dizajn korporativne strukture odlikuje se snagom i vitalnošću pogodnim za eksternalizaciju troškova da bi se kreirao bilans uspeha koji isključuje gubitke. Kada se razumeju kompleksne adaptibilne osobine kor-

2 Jovanović Zattila, M., Neke kontroverze akcionarstva, u: Lazić, M. (ur.), 2014, *Usklađivanje prava Srbije sa pravom EU: tematski zbornik radova*, Niš, Pravni fakultet, str. 242–243.

porativnih struktura, postaje jasno da esencijalno ograničavanje ponašanja kompanija u pravcu društvene odgovornosti mora poticati iz strukture upravljanja.<sup>3</sup>

Osim što se postavlja pitanje da li postoji zaseban interes kompanije ili je reč o sintezi interesa svih stejkholdera, postoji dilema o zasebnoj odgovornosti kompanije ili bi odgovornost za poslovne odluke uvek trebalo pripisati licima koja ih donose. U slučajevima kada je nemoguće utvrditi pojedinačnu odgovornost fizičkih lica, neophodno je imenovati kompaniju kao pravno lice koje je odgovorno za posledice svog poslovanja.<sup>4</sup> Na prvi pogled savršeni generatori bogatstva za njihove vlasnike, korporacije koje se posmatraju kao zasebni entiteti, sa posebnim interesima u okviru multiinteresnog modela korporativnog upravljanja, imaju obavezu da ograniče eksterne troškove poslovanja, u skladu sa konceptom društvene odgovornosti. U doba multinacionalnih kompanija postaje zaista nelogično negiranje postojanja „zasebne“ volje i interesa kompanije, izdvojenosti tog entiteta u odnosu na akcionare i njegove društvene odgovornosti. Bez obzira na to što se akcionari tradicionalno označavaju kao vlasnici kompanije, ograničena odgovornost društva kapitala i razdvajanje vlasništva od uprave pružaju izuzetan kapacitet za nezavisno delovanje koje bi se suprotstavljalo apsolutnom dejstvu svojinskih prava akcionara.

### 3. TEORIJSKE POSTAVKE O ZAŠTITI INTERESA U KOMPANIJSKIM ODNOSIMA

Moderni kapitalizam razvijao se veoma brzo u godinama nakon Drugog svetskog rata, pre svega u svojoj kolevci – Sjedinjenim Američkim Državama – gde su se javili začeci, a zatim je i buknila ideja o maksimizaciji akcionarske vrednosti ili tzv. akcionarski kapitalizam. U skladu sa ovom teorijom, korporacije pripadaju isključivo akcionarima i njihovi interesi su prioritetno zaštićeni, pri čemu se smatra da je osnovni interes akcionara uvećanje dobiti i da je to jedino rukovodno načelo u donošenju poslovnih odluka uprave društva. Stoga odluke moraju biti usmerene ka kratkoročnim uvećanjima vrednosti akcija, a zakoni tržišta će dugoročno obezbediti položaj onih kompanija čija se vrednost akcija visoko kotira. Nadalje, usmeravanje dobiti u svrhe koje nemaju lukrativni karakter nije funkcionalno sa aspekta uvećanja dobiti i prema rečima jednog od najuticajnijih zagovornika neoliberalnog kapitalizma – Milтона Fridmana – ukoliko bi

---

3 Monks, R., Minow, N., 2011, *Corporate Governance, Fifth edition*, John Wiley & Sons, p. 12.

4 Jeurissen, R., 2007, *Ethics and Business*, Royal Van Gorcum, p. 41.

korporacije usmeravale dobit u humanitarne svrhe, to bi sprečavalo pojedinačne akcionare da odlučuju o načinu raspolaganja sopstvenim sredstvima, a društvo bi se udaljavalo od modernih postavki zaštite prava pojedinaca i naginjalo „totalitarizmu korporativne države“.<sup>5</sup>

Zatim, razvijene su teorije o agencijskim problemima koji nastaju zbog pretpostavljenog otuđenja uprave od vlasništva nad korporacijom, odnosno razdvajanja uloge vlasnika od uloge menadžera, što zahteva srazmerno ulaganje u mehanizme kontrole ponašanja menadžera i podstiče da deluju u interesu vlasnika.<sup>6</sup> Prema klasičnoj principal–agent teoriji, akcionari društva smatraju se vlasnicima privrednog društva, a direktori se smatraju njihovim zastupnicima u upravljanju društvom, te se odnos direktora kao agenata i akcionara kao principala doživljava kao okvir u kom se kreću interesi društva, odnosno zaštita prava akcionara poistovećuje se sa zaštitom interesa privrednog društva.<sup>7</sup> Konsekventno decenijskim izazovima na globalnom ekonomskom planu, ove teorije ponudile su korporativnoj praksi rešenja za agencijske probleme kroz izbor modela korporativnog upravljanja i kombinovanje tržišnih mehanizama sa regulatornim institutima.

Nesporan privatnopravni karakter kompanija kao lica u pravu jedan je od glavnih argumenata pristalica neoliberalnog kapitalizma koji pod slobodom tržišta podrazumeva ograničeno regulisanje ekonomskih aktivnosti od strane države, prepuštajući ih tržišnim odnosima i tržišnim snagama.<sup>8</sup> Zato su kompanijski odnosi ograničavani na vlasnike, odnosno akcionare, poverioce, menadžment i zaposlene u kompaniji, kao učesnike kompanijskih odnosa koji imaju kontraktualnu prirodu, odnosno zasnivaju se na nekoj vrsti ugovora. Međutim, oduvek su postojale i sve su očiglednije implikacije kompanijskog interesa na javni interes i samim tim potreba definisanja njihovog međuzavisnog odnosa. Pritom se na pojam javnog interesa u navedenom kontekstu gleda ekstenzivno, kao na skup različitih privatnih interesa koji se štite u cilju dobrobiti šire zajednice.<sup>9</sup> U okviru koncepta o društvenoj odgovornosti kompanija očigledan je

5 Friedman, M., 1962, *Capitalism and Freedom, 40th Anniversary Edition*, Chicago, The University of Chicago Press, pp. 135–146.

6 Jensen, M., Meckling, W., 1976, pp. 308–313.

7 Velasco, J., 2006, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, University of California, *Davis Law Review*, 40/2, p. 439.

8 Kotz, D. M., 2015, *The Rise and Fall of Neoliberal Capitalism*, Cambridge, Harvard University Press, p. 9.

9 Branston, R., Cowling, K., Sugden, R., 2001, *Corporate Governance and the Public Interest*, Warwick Economic Research Papers, ([http://wrap.warwick.ac.uk/1564/1/WRAP\\_Branston\\_twerp626.pdf](http://wrap.warwick.ac.uk/1564/1/WRAP_Branston_twerp626.pdf), 02.03.2017).

konstitutivni značaj zaštite *sui generis* interesa kompanije, interesa potrošača i interesa države, odnosno društva u sociološkom smislu.<sup>10</sup>

Začetak svesti o društvenoj odgovornosti kompanija pružila je teorija o stejkholderima, koja naglašava nužnost sagledavanja interesa svih nosilaca rizika poslovanja kompanije kao jedne celine koja ne rađa konflikte. Umesto da sledi kratkoročne ciljeve uvećanja prihoda akcionara, uprava kompanije treba da disciplinovano, vizionarski i posvećeno prevazilazi razlike u interesima stejkholdera. Definisana dugoročna poslovna politika lakše se prati u slučajevima kada kompanije naglašavaju svrhu poslovanja koja je kompleksna, inspirativna i prilagođena realnosti čovečanstva.<sup>11</sup>

Upravljanje kompanijom u interesu svih stejkholdera prevashodno se doživljava kao princip dobrog korporativnog upravljanja, pa samim tim zasigurno vodi uvećanju profita kompanije. Ovo je stav kojim se vode tzv. instrumentalni stejkholder-teoretičari, među koje se mogu pobrojati svi zastupnici teorija o kreiranju vrednosti koji u svojim radovima impliciraju da zaštita različitih interesa kompanijskim odnosima donosi korist kompaniji. Tako Fridman prevazilazi okvir stejkholderskog instrumentalizma kada naglašava da se moć mora kontrolisati i koristiti odgovorno.<sup>12</sup> Jensen takođe govori o potrebi da menadžeri prilikom donošenja odluka čine kompromise, vođeni principom „*prosvećenog uvećanja dobiti*“.<sup>13</sup>

Moderna percepcija kompanijskih teorija usmerena je ka pravnim i sociološkim kontroverzama sa kojima se akcionari suočavaju, sve više povezujući interese akcionara u simbiozu interesa svih stejkholdera i samog privrednog društva, prevazilazeći njihovu kompetitivnost.<sup>14</sup> Stejkholder teorija naglašava fundamentalni značaj harmonije u odnosima između stejkholdera kako bi se vrednost dugoročno stvarala, te da je kontraproaktivno usmeravati se isključivo na ekonomske principe stvaranja vrednosti. Sistem kooperacije stejkholdera podrazumeva njihovu saradnju i usmeravanje njihovih očekivanja u istom pravcu. Da bi uprava kompanije u tome podsticala stejkholdere, mora temeljno sprovesti poslovnu politiku koja se zasniva na distributivnoj, proceduralnoj i interaktivnoj pravičnosti.<sup>15</sup>

---

10 Vasiljević, M., 2009, Korporativno upravljanje i agencijski problemi (II deo), *Analitički Pravnog fakulteta u Beogradu*, LVII/2, str. 8.

11 Freeman, E., Harrison, J., Wicks, A., Parmar, B., De Colle, S., 2010, *Stakeholder Theory, The State of the Art*, New York, Cambridge University Press, pp. 27–29.

12 Freeman, E., Harrison, J., Wicks, A., Parmar, B., De Colle, S., 2010, p. 11.

13 Freeman, E., Harrison, J., Wicks, A., Parmar, B., De Colle, S., 2010, p. 14.

14 Jovanović Zattila, M., 2014a, str. 248.

15 Harrison, J., Bosse, D., Phillips, R., 2010, Managing for Stakeholders, Stakeholder Utility Functions and Competitive Advantage, *Strategic Management Journal*, 31, pp. 63–65.

Koncept društvene odgovornosti kompanija kontinuirano je dobijao na svom značaju za kompanijske i uopšte društvene odnose, razvijajući se kroz sadržajne debate, stručne komentare, istraživanja i teorijske nadgradnje osnovnih postavki u kompanijskim odnosima. Iako se ni do danas ne može precizno definisati šta predstavlja društvena odgovornost kompanija, ovaj koncept je evoluirao kako u akademskim krugovima tako i u praksi, u menadžerskom miljeu i poslovnoj zajednici u širem smislu. Tokom nekoliko prethodnih decenija javio se veliki broj različitih definicija šta društvena odgovornost kompanija zapravo predstavlja. Određena istraživanja pokazala su da se definisanje društvene odgovornosti čini sa nekoliko aspekata, i to sa stakeholderskog, socijalnog, ekonomskog, aspekta dobrovoljnosti i aspekta životne sredine. Slično, neka istraživanja određuju više različitih kategorija društvene odgovornosti kompanija i razvrstavaju aktivnosti kompanija u različite tipove društveno odgovornog ponašanja. Korišćenjem takvog pristupa govori se o ekonomskoj, pravnoj, etičkoj i filantropskoj odgovornosti kompanija, odnosno društvena odgovornost kompanija definiše se kao skup očekivanja koje u nekom određenom trenutku društvo postavlja pred kompanije da deluju u nekom od navedena četiri vida odgovornog ponašanja. Ovakvo raščlanjivanje društvene odgovornosti važno je i pogodno za dugotrajnu primenu u praksi, ne samo zato što se ističe ekonomska odgovornost kompanija, već i zato što se ponašanju kompanija pristupa sa kvalitativno različitih aspekata, što omogućava detaljnije preispitivanje određenih aktivnosti kompanija. Naime, četiri kategorije odgovornosti – ekonomska, pravna, etička i filantropska – ukazuju na motive prilikom preduzimanja aktivnost, kao i na specifične benefite koje zauzvrat kompanije dobijaju njihovim preduzimanjem. Naravno, ovi pojmovi se u svojoj široj interpretaciji i primeni mešaju, odnosno međusobno se povezuju, ali su veoma pogodni za određivanje specifičnih tipova koristi za kompanije koje su društveno odgovorne.

#### 4. PROBLEM UTVRĐIVANJA PRIORITETNOG INTERESA

Privredni subjekti kao učesnici na tržištu podležu recipročnoj uslovljenosti svojih interesa, te i samo učešće na tržištu stvara marginalne troškove i ima određenu „cenu“. Privredna društva su sposobna da objedine pojedinačne interese tako da značajno uštede na troškovima koje bi pojedinci inače imali kao samostalni akteri na tržištu.<sup>16</sup> Navedeno shvatanje poznato je kao Kouzova teorija o ugovornoj prirodi kompanija i nagovještava interes kompanije kao skup varijeteta interesa svih učesnika u kom-

16 Coase, R. H., 1937, The Nature of the Firm, *Economica, New Series*, 4, pp. 390–393.

panijskim odnosima. Taj interes oličen je u suštini nastanka privrednih društava, a to je prevazilaženje, odnosno smanjenje troškova učestvovanja na tržištu, te je nemoguće izolovati interes privrednog društva *per se*.

Ovakva teza ne daje odgovor na pitanje čiji interesi zaslužuju prioritarnu zaštitu ako privredno društvo doživi neuspeh u svom poslovanju ili prouzrokuje štetu nekom od stejkholdera, odnosno čiji interesi su najtešnje povezani sa uspehom kompanije da bi se na taj način smatrali vrednosno najznačajnijim za interes kompanije. Takvim se mogu smatrati interesi akcionara, jer ne postoji njihova rezidualna korist od propasti kompanije, za razliku od drugih stejkholdera, kao što su npr. zaposleni u kompaniji.

S druge strane, priroda akcija kao bestelesnih hartija od vrednosti koje su veoma likvidno sredstvo trgovine omogućava akcionarima da se vrlo lako oslobode rizika propasti kompanije i napuste konkretne kompanijske odnose bez većih gubitaka. To se ne može reći za mnoge druge stejkholdere čiji interesi zavise od načina poslovanja određene kompanije i prema kojima su, zbog vrednosne specifičnosti tih interesa, direktori odgovorni i pravno i moralno.

Traženi odgovor može se izbeći ako bi svi stejkholderi imali ravnopravan položaj u simbiozi njihovih očekivanja od poslovanja kompanije. Ipak, takav koncept nije prilagodljiv upravo kontraktualnoj prirodi odnosa između kompanije i određenih stejkholdera.<sup>17</sup> Ekonomski pogledi na teorijsko shvatanje interesa privrednog društva stavljaju akcionare u položaj poverilaca, kao investitora, koji imaju primat u odnosu na ostale nosioce rizika poslovanja društva, ali su deo zaštite svih onih koji se nalaze u ugovornom odnosu sa društvom.

Najvažniji ugovorni akt jeste ugovor o osnivanju, odnosno osnivački akt, kojim osnivači regulišu niz pitanja iz sfere budućeg poslovanja kompanije, svojih međusobnih odnosa i odnosa sa upravom društva. Osnivanjem subjektivitet privrednog društva dobija glavnu ulogu zaštitnika interesa svih lica koja budu izložena rizicima njegovog poslovanja. Međutim, tada je nemoguće ignorisati da je i samo privredno društvo entitet sa sopstvenim očekivanjima, te ako bi se uklonile primese interesa ostalih stejkholdera, jedini relevantan cilj društva bio bi njegov život, odnosno trajnost poslovanja. Kada se interes društva shvati u tom smislu, očigledno je da planiranje dugoročne poslovne politike čini osnovu zaštite tog interesa.

To je i razlog postojanja svojevrsne dihotomije interesa akcionara i interesa kompanije. Na prvi pogled deluje kao da je reč o interesima koji

---

17 Cheffins, B., 1997, *Company Law: Theory, Structure, and Operation*, New York, Oxford University Press, pp 47–48.

počinju i završavaju se u istoj tački, međutim, akcionarski interesi koji se vezuju za uvećanje profita kompanije i cene akcija, odnosno isplatu dividendi, po svom karakteru svrstavaju se u okvire politike kratkog roka. Zato je opravdano što srpski Zakon o privrednim društvima<sup>18</sup> eksplicitno naglašava interes privrednog društva, propisivanjem dužnosti pažnje članova uprave, kao i akcionara sa značajnim kontrolnim učešćem.<sup>19</sup> Međutim, ZPD ne propušta priliku da u sličnom kontekstu naglasi interese akcionara, kada propisuje mogućnost određivanja prestanka društva odlukom suda po tužbi akcionara koja se podnosi protiv društva.<sup>20</sup> U ovoj odredbi jasno se zaključuje da ZPD suprotstavlja interes akcionara interesu društva, umesto da ih izjednačava i povezuje tako što bi kao pasivno legitimisano lice označio članove organa upravljanja društvom.

U postupku preuzimanja akcionarskog društva propisano je da uprava ciljnog društva u toku sprovođenja postupka preuzimanja mora postupati u najboljem interesu akcionara ciljnog društva.<sup>21</sup> Navedena odredba Zakona o preuzimanju akcionarskih društava deluje kao izuzetak *lex specialis*-a u odnosu na odredbu ZPD-a o dužnosti pažnje. Ipak, iako je interes akcionara primaran, ne može se smatrati da u postupku preuzimanja uprava društva štiti interese akcionara na štetu interesa društva koji se mora smatrati posebnim interesom, s obzirom na odvojen subjektivitet kompanije. Upravu treba smatrati zastupnikom kompanije, a ne njenih akcionara, te je dužnost uprave i u postupku preuzimanja da radi u interesu kompanije.<sup>22</sup>

Ukoliko interes privrednog društva poistovećujemo sa interesom akcionara, gledište sa kog prihvatamo takav stav je teorija o agencijskim problemima, dok se shvatanje interesa društva kao *sui generis* interesa može nazvati institucionalnim i voditi zaključku da je interes društva potencijalno različit u odnosu na interese akcionara kao celine.<sup>23</sup> U našem pravu interesi stejkholdera ne štite se izričito zakonom, već mogu biti zaštićeni kao deo interesa društva ako se tom interesu pristupa sa institucionalne tačke gledišta. Ipak, ni zaštita interesa društva ne uživa apsolutni primat u odnosu na interese stejkholdera. Za to je primer obaveza objavljivanja

18 Zakon o privrednim društvima – ZPD, *Sl. glasnik RS*, br. 36/11, 99/11, 83/14 – dr. zakon i 5/15.

19 Član 63. stav 1. ZPD.

20 Član 469. stav 1. tačka 1 i 3. ZPD.

21 Član 3. stav 1. tačka 4. Zakona o preuzimanju akcionarskih društava, *Sl. glasnik RS*, br. 46/06, 107/09, 99/11 i 108/16.

22 Jovanović Zattila, M., 2014, *Otrovne pilule – mera odbrane od neprijateljskog preuzimanja ili demonstracija moći ciljnog društva*, *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Nišu*, 68, str. 699.

23 Xuereb, P., 1987, *Voting Rights: A Comparative Review*, *Company Lawyer*, 8/1, pp. 10–11.



godišnjeg izveštaja o poslovanju i konsolidovanog godišnjeg izveštaja,<sup>24</sup> čak i ako bi ovi dokumenti sadržali informacije čije bi objavljivanje štetilo ugledu društva. Na taj način štite se interesi investitora, iako posledice objavljivanja mogu imati neke štetne efekte na poslovni ugled i konkurentnost privrednog društva na tržištu. Primer koji još bolje oslikava primarnu zaštitu interesa poverilaca društva u odnosu na interes samog privrednog društva jeste obaveza direktora u nemačkom kompanijskom pravu da podnesu predlog za pokretanje stečajnog postupka, kada su za to ispunjeni zakonski uslovi.<sup>25</sup> Ovakvu dužnosti u našem pravu nemaju ni direktori, ni akcionari, što znači da se interes društva štiti primarno u odnosu na interese stejkholdera, sve do eventualnog pokretanja stečajnog postupka ili postupka likvidacije, koji se sprovode radi prestanka postojanja društva i u kojima je cilj namirenje poverilaca društva.

Implicitno poistovećivanje interesa društva sa interesom akcionara u našem kompanijskom pravu ogleđa se u činjenici da su akcionari isključivi nosioci aktivne legitimacije za podnošenje derivativne tužbe radi zaštite interesa društva. Ipak, kako dužnost direktora da postupaju u interesu društva nije apsolutna, odnosno ne isključuje dužnost pažnje prema interesima akcionara i poverilaca društva, tako *vice versa* ne znači da postoji zakonska dužnost direktora da postupaju u interesu akcionara, samo zato što su akcionari aktivno legitimisani za podnošenje derivativne tužbe.<sup>26</sup>

## 5. KRAJNOST IZBORA IZMEĐU DRUŠTVENE ODGOVORNOSTI I MAKSIMIZACIJE DOBITI AKCIONARA

Društvena odgovornost predstavlja krajnost time što se ne iscrpljuje minimalnim propisanim standardima, već podstiče dobrovoljno ponašanje kompanija na planu širenja obima odgovornosti. Maksimizacija dobiti akcionara cilj je svakog privrednog društva, ali je takođe svojevrsna krajnost, jer je kao pojam apstraktno izvedena iz modela disperzovanog akcionarstva. Naime, nije logično da svaki akcionar teži uvećanju svog materijalnog bogatstva nauštrb ostalih interesa. Ipak, disperzija akcionarskih prava sprečava ih kao pojedince da na efikasan način postignu jednoglasnost u vezi sa nekim drugim ciljem, osim uvećanja dobiti.

---

24 Član 369. ZPD.

25 Hopt, K., *Director's Duties to Shareholders, Employees, and Other Creditors: A view from the Continent*, in: Ewan McKendrick (ed.), 1992, *Commercial Aspects of Trusts and Fiduciary Obligations*, Oxford University Press, p. 124.

26 Prentice, D. D., *Directors, Creditors, and Shareholders*, in: Ewan McKendrick (ed.), 1992, *Commercial Aspects of Trusts and Fiduciary Obligations*, Oxford University Press.

Uprava društva ima nezahvalnu ulogu da pronađe balans u raznolikim, često kontradiktornim interesima svih stejkholdera, ili pak da se opredeli za jednu krajnost između društvene odgovornosti i odgovornosti prema akcionarima. Osnovni element dužnosti pažnje jeste delovanje u najboljem interesu društva, kao pravni standard koji nema svoju zakonsku definiciju. Zakonski pojam privrednog društva nedvosmisleno ukazuje na sticanje dobiti kao jedini cilj koji kompanije imaju. U tom smislu, kompanije posluju dobro ako je rezultat poslovnih aktivnosti uvećanje dobiti akcionara. Može se reći da, iako je interes društva eksplicitno zaštićen zakonom, primat akcionarskih interesa impliciran je kroz cilj obavljanja delatnosti privrednog društva.<sup>27</sup>

Međutim, da bi se maksimizacija dobiti smatrala primarnim, ako ne i jedinim interesom akcionara, korporacija mora esencijalno biti zatvoren tip društva, sa manjom grupom ili samo jednim akcionarom čiji se interes štiti.<sup>28</sup> U disperzovanom ambijentu velikog broja pojedinačnih udela samo je pretpostavka, ali ne i činjenica, da je uvećanje dobiti svakom akcionaru najvažniji cilj ulaganja i sticanja prava u kompaniji. Pritom treba praviti razliku između kratkoročnih i dugoročnih interesa akcionara, koja se teško može prevazići pokušajem spajanja ovih interesa u trci za profitom.<sup>29</sup>

Odluka o raspodeli dividende formalno je zavisna od pravila za njeno donošenje. Zato je, umesto iznosa dividende, vrednost dobiti akcionarima jednostavnije prikazati kroz kapitalnu dobit kao potencijalni prihod od rasta cene akcija. Tako se povećanje cene akcija onih kompanija čija se uprava zalaže za maksimizaciju dobiti proglašava rezultatom uspešne primene teorije akcionarskog kapitalizma, a pad cena najčešće se može pravdati konjunkturalnim kretanjima na tržištu i većim brojem konkurenata. S druge strane, pad cene akcija onih kompanija koje žele da slede politiku društvene odgovornosti označava se kao neprofitabilno ponašanje, a društvena odgovornost kompanija svodi se na izbor poslovne politike čiji su rezultati ograničeni tržišnim uslovima.

Nedovoljno utemeljena pravna obaveznost društveno odgovornog ponašanja kompanija i favorizovanje modela akcionarskog kapitalizma vode upravu društva linijom manjeg otpora ka percepciji tržišnih zakona kao predskazivača vrednosti akcija na duži rok. Reč je o psihološkoj pojavi koja se naziva „*normativnom miopijom*“ ili „*korporativnom miopijom*“, kada se očekivanja budućih performansi kompanija oblikuju sadašnjom vrednošću akcija. Navedena pojava stvara iluzornu sliku o budućim

27 Član 2. ZPD.

28 Stout, L., 2012, *The Shareholder Value Myth*, San Francisco, Berrett-Koehler Publishers, p. 110.

29 Stout, L., 2012, pp. 63–73.

uspesima u poslovanju kompanija, pre svega zato što je vrednost akcija izložena ne samo riziku tržišne konjunktura već i nepredvidivosti budućih troškova poslovanja kompanije i njenih dugovanja. Kada se tome doda svesna ili nesvesna zablude uprave kompanije o uvećanju cena akcija kao primarnom cilju poslovanja, normativna miopija postaje vrlo štetna za donošenje poslovnih odluka. Uvrežen način razmišljanja koji se pretvara u ignorisanje i poricanje određenih vrednosti prilikom donošenja odluka za neizbežnu posledicu ima zapostavljene društveno korisne ciljeve poslovanja kompanije. Zbog takvih odluka privredno društvo se udaljava od interesa stejkholdera, dok bi se normativna svesnost i vrednosna adaptibilnost pokazale kao prosocijalni model upravljanja, kako je pokazalo istraživanje koje je radila Svansonova (Swanson).<sup>30</sup> Naime, ona je konceptualizovala dva modela logičkih implikacija koje ima odnos privrednog društva prema očekivanjima stejkholdera, poput poštovanja ljudskih prava i prava radnika, zaštite životne sredine, bezbednosti i unapređenja kvaliteta proizvoda i sl. Model prema kome se socijalne vrednosti i društvena odgovornost zanemaruju direktno povezuje normativnu miopiju uprave sa lošim performansama kompanije na planu socijalnih očekivanja koja se ogledaju u poverenju šire javnosti i dobrom poslovnim imidžu kompanije, što sledstveno vodi ekonomskim gubicima. Uvećanju dobiti akcionara primat daju sami direktori, svojom odlukom, jer pravilo poslovne procene i dužnost pažnje, kao instituti koji regulišu odnos direktora prema poslovanju kompanije, ne nameću normativnu obavezu maksimizacije vrednosti akcija, niti profita kompanije. Direktori koji praktikuju normativnu svesnost i vrednosnu adaptibilnost mogu izabrati uvećanje profita, ali i svaki drugi zakonom dozvoljen cilj koji bi po njihovom mišljenju štutio interes kompanije, kao što su zaštita interesa zaposlenih, briga o potrošačima, dobrobit za lokalnu ili širu zajednicu u kojoj kompanija posluje, očuvanje dobrog poslovnog imidža.

Problem normativne i korporativne miopije doprinosi i praktična nesigurnost dejstva pravila poslovne procene. Na osnovu tog pravila članovi uprave društva u anglosaksonskom pravnom sistemu eskulpiraju se odgovornosti za poslovne odluke koje donose u dobroj veri, sa pažnjom dobrog domaćina i u razumnom uverenju da deluju u najboljem interesu društva. Implementirano u našem pravnom sistemu, ovo pravilo je u korelaciji sa dužnošću pažnje i izbegavanja sukoba interesa, uz teoretsku razliku u stepenu krivice koji je pravilom poslovne procene obuhvaćen. Naime, ZPD predviđa mogućnost primene standarda pažnje dobrog stručnjaka pri oceni stepena pažnje koju lice mora uložiti u donošenje

---

30 Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J., Stegel, D., 2008, *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, New York, Oxford University Press, pp. 235–238.

poslovnih odluka ako poseduje određena specifična znanja, veštine ili iskustvo. Originalno *business judgment rule* proteže svoje dejstvo na običnu nepažnju, dok je u ZPD-u taj stepen nepažnje relevantan za oslobodjenje od odgovornosti prouzrokovanja štete samo u slučaju primene standarda dobrog privrednika.<sup>31</sup> To znači da se članovi uprave mogu pozivati na odgovornost po osnovu dužnosti pažnje dobrog stručnjaka ukoliko su svesno zanemarivali interese stejkholdera i time naneli štetu interesima društva, iako su njihove odluke za cilj imale uvećanje dobiti društva.

Teoretski može se dokazivati da je lice sa odgovarajućim znanjima i iskustvom moglo ili moralo znati da odluka kojom se povređuju interesi stejkholdera dugoročno štetno utiče na interes privrednog društva, odnosno da je to lice shodno svojim znanjima i sposobnostima moralo uložiti više pažnje u donošenje odluke u skladu sa simbiozom interesa svih stejkholdera.

## 6. RIZIČNE POSLOVNE ODLUKE I ZAŠTITA INTERESA AKCIONARA

Poslovne odluke koje podrazumevaju dugoročnu realizaciju, a takve su odluke o sprovođenju politike društvene odgovornosti, ne smatraju se izvesnim i nose sa sobom povećani stepen rizika povratnog prihoda. Investicije koje sa sobom nose teret neizvesnosti ne mogu se lako finansirati dužničkim kapitalom. Razlog za to je ograničenost interesa poverilaca na fiksni iznos duga, eventualno uvećan za kamatu. Akcionari kao titulari prava na dobit nakon pokrića dugova, odnosno kao rezidualni poverioci, imaju najviše podsticaja da poslovanje kompanije usmeravaju ka ekspaniziji, razvoju i inovacijama. Zbog toga se interesi akcionara prevashodno štite upravljačkim ovlašćenjima, odnosno zastupanjem od strane odbora direktora.<sup>32</sup> Sigurnost koja treba da ima prevagu nad rizikom ulaganja akcionari traže u upravi društva, u njenim egzekutivnim i nadzornim organima.

S obzirom na to da se akcionari u najvećem broju slučajeva direktno ne uključuju u organe uprave, direktori se moraju obavezati da će postupati u njihovom interesu. Bez obzira na to, zakonom predviđena fiducijarna dužnost direktora usmerena je na zaštitu interesa društva. Da se interes društva ne može izjednačiti sa interesom akcionara, nedvosmisleno potvrđuje okolnost da sami akcionari (tzv. većinski, kontrolni akcionari)

31 Vasiljević, M. 2012, Civil Law and Business Judgment Rule, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, LX/3, str. 20–22.

32 Williamson, O. E., 1984, Corporate Governance, *Yale Law Journal*, 93, p. 1210.

imaju istu fiducijarnu dužnost prema društvu. Može se reći da, u skladu sa Kouzovom teorijom o ugovornoj prirodi kompanija, između akcionara i privrednog društva postoji interesna zajednica koja počiva na uzajamnim očekivanjima. Ukoliko ovi interesi nisu u harmoniji, odbor društva nije pogodan kontrolni mehanizam zaštite interesa akcionara. Takođe, odbor društva kao kontrolni mehanizam koji štiti interese akcionara, ali i drugih stejkholdera, nije isplativ za akcionare zato što ima karakter endogenog mehanizma. Naime, kontrolni mehanizmi razlikuju se prema načinu eksternalizacije troškova funkcionisanja na egzogene i endogene. Egzogeni kontrolni mehanizmi izvire iz državne regulative u oblastima sa kojima je poslovanje kompanije povezano, poput kompanijskih zakona, radnog prava, normi o zaštiti životne sredine i slično.<sup>33</sup> Sprovođenje ovih mehanizama finansiraju strane koje nisu konkretno zainteresovane za ishod poslovanja kompanije, kao što su građani u ulozi poreskih obveznika ili određene grupe stejkholdera.<sup>34</sup> Funkcija egzogenih kontrolnih mehanizama je uspostavljanje balansa u zaštiti interesa akcionara i menadžmenta, s jedne, i interesa ostalih stejkholdera, s druge strane.<sup>35</sup> Endogeni kontrolni mehanizmi prema klasičnoj teoriji o agencijskim problemima pretežno se odnose na rešavanje agencijskih problema i njihovi troškovi pogađaju strane u ugovornom odnosu koji je predmet kontrole. Međutim, ako se odboru direktora kao endogenom mehanizmu dodele ovlašćenja i obaveze kojima se štite interesi svih stejkholdera, onda se takav mehanizam pretvara u instrument realizacije interesa koji se inače štite egzogenim mehanizmom,<sup>36</sup> dok troškove njegovog funkcionisanja snose akcionari.

## 7. UMETO ZAKLJUČKA

Funkcija normiranja korporativnih odnosa je izgradnja korporativne strukture i uspostavljanje pravila koja će podržavati njeno trajanje, s jedne strane, i kontrolisanje sukoba interesa između učesnika u korporativnim odnosima, što je poznato kao „*agencijski problemi*“, s druge strane. Normativni cilj je uvećana vrednost na nivou društvene zajednice u korelaciji sa maksimiziranjem dobiti svih zainteresovanih strana u ovim odnosima.<sup>37</sup>

---

33 Rönnegard, D., 2015, *The Fallacy of Corporate Moral Agency*, Springer, p. 179.

34 Brink, A., 2011, *Corporate Governance and Business Ethics*, Springer, p. 347.

35 Freeman, E., Evan, W., 1990, Corporate governance: A stakeholder interpretation, *Journal of Behavioral Economics*, 19/ 4, pp. 346–347.

36 Freeman, E., Harrison, J., Wicks, A., Parmar, B., De Colle, S., 2010, p. 19.

37 Armour, J., Hansmann, H., Kraakman, R., 2009, Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement. Harvard Law School, pp. 2–4. ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1436555](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1436555), 18.03.2017).

Zato treba obratiti pažnju na činjenicu da korporativno upravljanje nije isključivo skup normi, sadržan u zakonu, opštim i pojedinačnim aktima privrednog društva, već skup svih instrumenata i mehanizama koji efektivno deluju na upravljanje korporacijama. Društvene norme, poput običaja, morala i etike, imaju nezaobilazan uticaj na problem rešavanja agencijskih troškova i selekciju najvažnijih interesa nosilaca rizika poslovanja.

OECD principi korporativnog upravljanja govore o ovom pojmu kao o najvažnijem elementu ekonomskog rasta, napretka u efikasnosti i podsticaja investitora.<sup>38</sup> Principi definišu korporativno upravljanje kao odnos povezanosti između uprave kompanije, akcionara i ostalih stejkholdera, što je prihvatila i Evropska komisija *Okvirom korporativnog upravljanja EU*.<sup>39</sup> Međutim, za razliku od *Principa* koji posvećuju izuzetnu pažnju interesima stejkholdera, eksplicitno ukazujući na njihov značaj za konkurentnost, profitabilnost i dugoročne interese kompanija, *Okvir korporativnog upravljanja EU* samo nagoveštava uticaj stejkholdera kroz odredbe o potrebi diverzifikacije sastava odbora kompanije.<sup>40</sup> Nedvosmisleno prihvatanje ključne uloge stejkholdera u postizanju dugoročnog uspeha kompanija potvrđeno je u revidiranim *G20/OECD principima*. Ipak, revidirani *Principi* još više naglašavaju neobaveznost pravila i „soft law“ karakter regulacije korporativnih odnosa kao put koji vodi njihovom esencijalnom cilju, a to je prilagođavanje realnosti, uključujući efekte svetske finansijske krize i nadolazeće trendove u finansijskom i korporativnom sektoru.<sup>41</sup>

Iako je korporativno upravljanje pre svega namenjeno zaštititi interesa akcionara i samog privrednog društva, ali i interesa svih stejkholdera, sadržaj mehanizama takve zaštite određuje svaka kompanija pojedinačno. Zato su kompanije slobodne da individualno tumače proklamovani cilj sticanja dobiti, u manjoj ili većoj meri vođene društvenim normama, aktuelnim korporativnim ideologijama i preferencijama vlasničke strukture. Imperativna zakonska regulativa po pravilu je skromna u toj oblasti, te kompanije mogu odlučiti da društveno korisne ciljeve svog poslovanja izjednače, ili čak favorizuju u odnosu na cilj maksimizacije dobiti akcionara.

38 Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), 2004, *Principles of Corporate Governance*, Paris, OECD Publications, p. 11. (<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>, 12.04.2017).

39 European Commission Green Paper COM(2011) 164 final of 5 April 2011 – *The EU Corporate Governance Framework*, p. 2. ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf), 12.04.2017).

40 *The EU Corporate Governance Framework*, pp. 5–7.

41 OECD, 2015, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, pp. 7–14, *Meeting of G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Ankara, September 4–5; *G20 Leaders Summit*, Antalya, November 15–16, (<https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>, 12.04.2017).

Međutim, era akcionarskog kapitalizma stavlja upravo uvećanje prihoda akcionara na pijedestal vrednosti kojima kompanije teže.

Akcionari ne očekuju od svog ulaganja samo dobit i njenu akumulaciju koja će im se raspodeliti kao dividenda, ali druga očekivanja ne mogu *ex ante* zaštititi efikasno putem kontraktualnih mehanizama koje predlaže tzv. principal-agent teorija.<sup>42</sup> Mehanizmi koji u osnovi imaju dobrovoljnost ponašanja zainteresovanih strana, poput ugovora, u svakom slučaju ne mogu biti dovoljni za regulisanje njihovih odnosa kada postoji očigledan štetan efekat na treća lica i javni interes. Zato je kontraktualna priroda odnosa unutar kompanije nepogodna da zaštiti interese i samih akcionara, a pogotovu interese trećih lica (poverilaca kompanije i potrošača) kao i javni interes. Kao logično rešenje ovog problema nameće se potreba za snažnim uplivom imperativnih propisa na temu društvene odgovornosti kompanija, s obzirom na to da ugovorni karakter osnivačkog akta načelno ne ostavlja prostor za uplitanje interesa trećih lica u meri većoj od zakonskih obaveza koje kompanije imaju prema svojim zaposlenima, potrošačima i poveriocima.

Međutim, da se rešenje iscrpljuje samo u adekvatnim izmenama zakonskih tekstova ne bi postojala tolika konfuzija ne samo u vezi sa sadržinom pojma društvene odgovornosti već i njenog karaktera, odnosno pravne utemeljenosti i obaveznosti. Mnogo je teže izazvati promenu u načinu razmišljanja, u pojedinačnoj i kolektivnoj svesti društva, na šta moderne korporacije ostvaruju nemerljiv uticaj. Zato je važan argument u korist društveno odgovornog ponašanja kompanija mogućnost zaštite od restriktivnog regulisanja kompanijskih odnosa od strane državne vlasti, odnosno izbegavanje potrebe za takvim regulisanjem. Samo disciplinovana poslovna politika i postizanje standarda u poslovanju koji zadovoljavaju društvena očekivanja i javni interes štite poslovanje kompanije od državne intervencije u budućnosti.

Izmene zakona koje bi kompanijama zapravo služile kao smernice u pogledu fokusiranja poslovnih odluka ka dugoročnom interesu mogu biti npr. različito oporezivanje kratkoročnih prihoda na kapitalnu dobit u odnosu na prihode od investicija na dugi rok; drugačiji pristup sastavljanju kvartalnih izveštaja kao i godišnjih izveštaja o poslovanju, tako da prikazuju dugoročna očekivanja koristi i troškova poslovanja; širi obim prava prilikom izbora članova uprave ili određivanja njihovih naknada, kao i u slučaju preuzimanja, za akcionare koji drže akcije kompanije u dužem periodu.

Odbori direktora u kompanijama širom sveta već duži niz godina suočeni su sa važnom dilemom kao glavni akteri rasprave o teorijskim

---

42 Armour, J., Hansmann, H., Kraakman, R., 2009, pp. 9–10.

i praktičnim koncepcijama uspešnog poslovanja kompanija. Dilema se odnosi na opredeljenje između akcionarski orijentisanog i stajholderski orijentisanog modela upravljanja kompanijama i važna je zbog toga što postoji očigledna razlika između ta dva modela, kako u pogledu načina funkcionisanja tako i u smislu same funkcije, odnosno ciljeva koji se njima postižu ili se žele postići. Centralno pitanje jeste mogućnost simbioze ova dva modela i da li je konvergencija različitih sistema upravljanja kompanijama znak da se u budućnosti kompanije ne mogu opredeliti za koncept akcionarskog kapitalizma ukoliko on nije oplemenjen konceptom društvene odgovornosti kompanija. Društvena odgovornost kompanija može se slikovito označiti kao jabuka razdora između angloameričkog i kontinentalnog modela korporativnog upravljanja, ali se može nazvati i zajedničkim imeniteljem raznolikosti slučajeva njihove konvergencije. Koliko uspeha će imati pokušaj kombinovanja težnje za maksimizacijom dobiti akcionara i društveno odgovornog ponašanja ostaje da se prati kroz buduću poslovnu praksu kompanija. Pojam interesa društva, odnosi u interesnoj zajednici svih stajholdersa i pojam odgovornosti kompanija fluidnošću svojih granica pokazaće se kao otežavajuća okolnost ili kao podstrek uspehu tog pokušaja.

## LITERATURA

1. Armour, J., Hansmann, H., Kraakman, R., 2009, *Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement*, Harvard Law School, ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1436555](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1436555)).
2. Branston, R., Cowling, K., Sugden, R., 2001, *Corporate Governance and the Public Interest*, Warwick Economic Research Papers, ([http://wrap.warwick.ac.uk/1564/1/WRAP\\_Branston\\_twerp626.pdf](http://wrap.warwick.ac.uk/1564/1/WRAP_Branston_twerp626.pdf)).
3. Brink, A., 2011, *Corporate Governance and Business Ethics*, Springer.
4. Cheffins, B., 1997, *Company Law: Theory, Structure, and Operation*, New York, Oxford University Press.
5. Coase, R. H., 1937, The Nature of the Firm, *Economica, New Series*, vol. 4.
6. Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J., Stegel, D., 2008, *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, New York, Oxford University Press.
7. Freeman, E., Evan, W., 1990, Corporate governance: A stakeholder interpretation, *Journal of Behavioral Economics*, vol. 19, issue 4.
8. Freeman, E., Harrison, J., Wicks, A., Parmar, B., De Colle, S., 2010, *Stakeholder Theory, The State of the Art*, New York, Cambridge University Press.
9. Friedman, M., 1962, *Capitalism and Freedom, 40th Anniversary Edition*, Chicago, The University of Chicago Press.
10. Harrison, J. Bosse, D., Phillips, R., 2010, Managing for Stakeholders, Stakeholder Utility Functions and Competitive Advantage, *Strategic Management Journal*, 31.



11. Hopt, K., Director's Duties to Shareholders, Employees, and Other Creditors: A View from the Continent, in: Ewan McKendrick (ed.), 1992, *Commercial Aspects of Trusts and Fiduciary Obligations*, Oxford University Press.
12. Jensen, M., Meckling, W., 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3.
13. Jeurissen, R., 2007, *Ethics and Business*, Royal Van Gorcum.
14. Jovanović Zattila, M., Neke kontroverze akcionarstva, u: Lazić, M. (ur.), 2014, *Usklađivanje prava Srbije sa pravom EU: tematski zbornik radova*, Niš, Pravni fakultet.
15. Jovanović Zattila, M., 2014, Otrovnne pilule – mera odbrane od neprijateljskog preuzimanja ili demonstracija moći ciljnog društva, *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Nišu*, 68.
16. Kotz, D. M., 2015, *The Rise and Fall of Neoliberal Capitalism*, Cambridge, Harvard University Press.
17. Monks, R., Minow, N., 2011, *Corporate Governance*, Fifth edition, John Wiley & Sons.
18. Prentice, D. D., Directors, Creditors, and Shareholders, in: Ewan McKendrick (ed.), 1992, *Commercial Aspects of Trusts and Fiduciary Obligations*, Oxford University Press.
19. Rönnegard, D., 2015, *The Fallacy of Corporate Moral Agency*, Springer.
20. Stout, L., 2012, *The Shareholder Value Myth*, San Francisco, Berrett-Koehler Publishers.
21. Williamson, O. E., 1984, Corporate Governance, *Yale Law Journal*, vol. 93.
22. Xuereb, P., 1987, Voting Rights: A Comparative Review, *Company Lawyer*, vol. 8/1.
23. Vasiljević, M., 2012, Civil Law and Business Judgment Rule, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, LX/3.
24. Vasiljević, M., 2009, Korporativno upravljanje i agencijski problemi (II deo), *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, LVII/2.
25. Velasco, J., 2006, The Fundamental Rights of the Shareholder, University of California, *Davis Law Review*, vol. 40/2.

## PRAVNI IZVORI

1. European Commission Green Paper COM(2011) 164 final of 5 April 2011 – *The EU Corporate Governance Framework*, ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf)).
2. OECD, 2015, *G20/OECD Principles of Corporate Governance, Meeting of G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Ankara, September 4–5; *G20 Leaders Summit*, Antalya, November 15–16, (<https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>).

3. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), 2004, *Principles of Corporate Governance*, Paris, OECD Publications, (<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>).
4. Zakon o preuzimanju akcionarskih društava, *Sl. glasnik RS*, br. 46/06, 107/09, 99/11 i 108/16.
5. Zakon o privrednim društvima, *Sl. glasnik RS*, br. 36/11, 99/11, 83/14 – dr. zakon i 5/15.

## INTERESTS AS THE BASIS OF CORPORATE GOVERNANCE – SHAREHOLDERS’ PROFIT VERSUS SOCIAL RESPONSIBILITY

Dunja Dubajić

### SUMMARY

In the article, the author pointed out that determining the content of company’s interest is dialectically related to question of whether there is a particular company interest or it is just a set of different interests that are affected by the externalization of operating costs. Shareholders are usually designated as the owners of the company, so the protection of their interests is perceived as a priority. However, the company’s limited liability and the separation of ownership from management provide an exceptional capacity for independent action and therefore require protection of company’s separate interests.

Classical theories about company relations limit the circle of participants to ones that are involved only in relations with a contractual nature. However, within the framework concept of corporate social responsibility (CSR), it is evident that there is essential importance of protecting company’s distinguished interests, and also the public interests personalized in interests of consumers, interests of the state and society. The stakeholder theory emphasizes fundamental significance of harmony in relations between stakeholders, so the value could be created in the long run, and that it is counterproductive to focus only on economic principles of value creation.

It is impossible to ignore that the company itself is an entity with its own expectations, and if the interests of other stakeholders are removed, the only relevant company’s goal would be its existence, or the sustainability of its business. When the company’s interests are understood in this way, it is obvious that a long-term business policy forms the basic protection of those interests. CSR in modern sense is linked with the goal of sustainability, with a profitable nature as the most important factor of

long-term business policy and sustainable development. However, as the contractual mechanisms are not enough to protect the stakeholders' interests to a degree greater than company's legal obligations towards its employees, consumers and creditors, there is a need for strong influence of imperative regulations in the field of CSR.

**Key words:** corporate governance, company interest, shareholders' profit, stakeholders, corporate social responsibility.

Dostavljeno Uredništvu: 17. septembra 2017. god.

Prihvaćeno za objavljivanje: 1. decembra 2017. god.