



UNIVERZITET U NIŠU
EKONOMSKI FAKULTET
Časopis "EKONOMSKE TEME"
Godina izlaženja XLVI, br. 3, 2008., str. 165-179
Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš
Tel: +381 18 528 601 Fax: +381 18 523 268

KONCENTRACIJA VLASNIŠTVA KAO INTERNI MEHANIZAM KORPORATIVNE KONTROLE

Sladana Savović*

Rezime: U radu je analiziran jedan od internih mehanizama korporativne kontrole – koncentracija vlasništva. U okviru prvog dela rada istaknut je značaj korporativnog upravljanja, koji se ogleda u obezbeđenju efektivnog donošenja odluka, poboljšanju performansi kompanija i zaštiti interesa akcionara. Drugi deo rada sadrži objašnjenje dva dominantna modela korporativnog upravljanja, od kojih je jedan karakterističan za anglosaksonske zemlje, a drugi za zemlje kontinentalne Evrope i Japan. Sistem korporativnog upravljanja koji važi u određenoj zemlji određuje upotrebu internih ili eksternih mehanizama korporativne kontrole čija je svrha da se reduciraju troškovi nastali usled razdvajanja vlasništva i kontrole i usklade interesi vlasnika i menadžera. Treći deo rada se bavi analizom koncentracije vlasništva kao jednog od internog mehanizma korporativne kontrole, koji se najčešće koristi u modelu kontinentalne Evrope.

Gljučne reči: korporativno upravljanje, mehanizmi korporativne kontrole, koncentracija vlasništva.

Uvod

Korporativno upravljanje pripada širem institucionalnom okviru koji reguliše kompleksne relacije između menadžmenta kompanije, njenog upravnog odbora, akcionara i drugih stejkholdera. Pitanja korporativnog upravljanja postaju aktuelna u uslovima razdvojenosti vlasništva i kontrole kada postoji opasnost ispoljavanja oportunističkog ponašanja menadžera. Dva dominantna modela korporativnog upravljanja koji na različite načine determinišu odnos akcionara, menadžera i ostalih stejkholdera su

* Ekonomski fakultet Kragujevac
UDK 005.21:334.72.021; Pregledni članak
Primljeno: 29.09.2008.

outsajderski, tržišni model korporativnog upravljanja, karakterističan za anglosaksonske zemlje i insajderski model, koji se primenjuje u zemljama kontinentalne Evrope i Japanu. Insajderski model karakteriše postojanje veće koncentracije vlasništva u rukama malog broja velikih akcionara koji imaju veću moć i mogućnost da utiču na donošenje odluka usmerenih na uvećanje vrednosti preduzeća. Jedan od internih mehanizama korporativne kontrole je koncentracija vlasništva u rukama malog broja velikih akcionara koji imaju interes da nadgledaju rad menadžera i moć da implementiraju željene promene.

1. Značaj korporativnog upravljanja

Postojanje velikog broja korporacija u kojima su vlasništvo i kontrola razdvojeni, intenziviranje integracionih procesa, kao i brojne finansijske krize i bankrotstva aktuelizuju potrebu za korporativnim upravljanjem. Još su Berle i Means (1932) prepoznali da u kompanijama sa široko disperziranim vlasništvom može doći do divergentnih interesa između menadžera i akcionara, tako da su u svojim radovima govorili o strahu od "korporativnog pljačkanja" usled razdvajanja vlasništva i kontrole [8, str. 20]. Još ranije, davne 1776. godine takav ekonomski osećaj imao je Adam Smith kada je pisao: "Od menadžera koji upravljaju tuđim novcem ne može se očekivati ista opreznost kao od partnera u privatnim preduzećima koji upravljaju sopstvenim novcem...nemarnost i rasipničko ponašanje, stoga mogu često postojati, u većoj ili manjoj meri, u poslovanju menadžera." [8, str. 20]

Kada akcionari sa široko disperziranim vlasništvom nisu u poziciji da utiču na menadžment u smislu korigovanja njegovog ponašanja, pitanja korporativnog upravljanja dobijaju na značaju u cilju obezbeđivanja efektivnog donošenja odluka. Dobar okvir korporativnog upravljanja postaje sve značajniji i za obezbeđivanje ekonomskog rasta, tehnološkog progressa, privlačenja stranog kapitala i kreiranja zaposlenosti. Korporativno upravljanje uključuje privatne i javne institucije jedne zemlje, kako formalne, tako i neformalne, koji zajedno regulišu odnos između ljudi koji upravljaju korporacijom i svih ostalih koji investiraju resurse u korporacije date zemlje.

Jedna od osnovnih definicija korporativnog upravljanja je data od strane Organizacije za ekonomsku kooperaciju i razvoj (OECD) koja korporativno upravljanje posmatra kao sistem putem koga se usmeravaju i kontrolišu kompanije. Korporativno upravljanje uključuje skup odnosa između menadžmenta kompanije, njenog upravnog odbora, akcionara i

Koncentracija vlasništva kao interni mehanizam korporativne kontrole

drugih stejkholdera. Korporativno upravljanje, takođe pruža strukturu putem koje se postavljaju ciljevi kompanije, određuju načini ostvarivanja ciljeva i praćenja performansi. Dobro korporativno upravljanje treba da pruži odgovarajuće podsticaje za postizanje ciljeva koji su od interesa za kompaniju i njene akcionare i treba da obezbedi efektivno praćenje, tako da ohrabruje kompanije da efikasno koriste resurse [10, str. 9]. Sličnu definiciju korporativnog upravljanja nalazimo kod Monks i Minow-a (2002). Ovi autori ističu da je korporativno upravljanje odnos između različitih učesnika u determinisanju ciljeva i performansi korporacije [9, str. 1]. Hitt et. al. naglašavaju da se korporativno upravljanje bavi identifikovanjem načina obezbeđenja efektivnog donošenja strategijskih odluka [6, str. 402].

Korporativno upravljanje uključuje praćenje oblasti u kojima vlasnici, menadžeri i članovi upravnog odbora mogu da imaju konfliktne interese. To se, pre svega, odnosi na izbor direktora, praćenje plaćanja glavnog izvršnog i drugih direktora, kao i procese strategijskog odlučivanja i formiranja organizacionih struktura. Problem korporativnog upravljanja se javlja kadgod spoljni investitor želi da kontrolu sprovede drugačije od menadžera koji zauzimaju viši položaj u kompaniji.

Značaj korporativnog upravljanja ogleda se u sledećim aktivnostima:

- Stimulisanje ostvarivanja boljih *performansi* korporacija putem kreiranja i očuvanja podstreka koji motivišu unutrašnje članove - insajdere (inside directors) da maksimiraju operativnu efikasnost, prinose i dugoročni rast produktivnosti;
- Ograničavanje *zloupotrebe moći* nad resursima korporacije od strane unutrašnjih članova, u vidu loše upotrebe resursa ili njihovog korišćenja za ostvarivanje sopstvenih interesa (tzv. "agencijski problem");
- Obezbeđenje sredstava za *monitoring* ponašanja menadžera kako bi se osigurala korporativna odgovornost i obezbedila efikasna zaštita investitorovih i društvenih interesa [11, str. 1-50].

Korporativno upravljanje je bitno kako za pojedinačna preduzeća, tako i za države. Svaka država želi da preduzeća koja posluju u okviru njenih granica rastu i razvijaju se, obezbeđujući veću zaposlenost, bogatstvo i satisfakciju. Osim poboljšanja životnog standarda cilj je i da se ostvari i šira društvena kohezija. Dobro funkcionisanje korporativnog upravljanja i sistema kontrole može da rezultira u ostvarivanju konkurentne prednosti kompanije. Postoji sve više empirijskih dokaza koji pokazuju da neki od fundamentalnih aspekata dobrog korporativnog upravljanja igraju ključnu ulogu u popravljanju performansi, obezbeđujući korporativni pristup

tržištima kapitala, povećavajući sigurnost investitora i podstičući korporativnu konkurentnost.

Posebno je važno izgraditi dobar sistem korporativnog upravljanja u zemljama tranzicije, jer se njime obezbeđuje izgradnja institucija tržišne ekonomije, efikasna alokacija kapitala, razvoj finansijskog tržišta i privlačenje stranog kapitala. Izazovi koji u Srbiji stoje pred korporativnim upravljanjem naročito su ozbiljni. Srbija zaostaje u kvalitetu korporativnog upravljanja za drugim, naročito za razvijenim zemljama. Razlog ovog zaostajanja jeste slaba zakonodavna regulativa, kao i istorijsko nasleđe koje je ostavilo posledice u shvatanjima i navikama ljudi koji su radili u društvenom ili državnom sektoru.

2. Modeli korporativnog upravljanja

Korporativno upravljanje kao sistem putem koga se usmeravaju i kontrolišu kompanije može se posmatrati kako iz perspektive akcionara, tako i iz perspektive stejkholdera. Iz perspektive akcionara korporativno upravljanje se posmatra kao sistem ujednačavanja interesa menadžmenta i akcionara. Autori koji posmatraju korporativno upravljanje iz ove perspektive polaze od pretpostavke da su korporacije privatna svojina i da su izvršni i neizvršni direktori usmereni ka ostvarivanju interesa akcionara. Iz perspektive stejkholdera, korporacije se posmatraju kao nadređeni entiteti u kojima postoje različite interesne grupe, čije različite interese treba izbalansirati i obezbediti njihovu zaštitu.

Polazeći od različitih perspektiva korporativnog upravljanja iskristalisala su se dva dominantna modela: tržišni model korporativnog upravljanja, karakterističan za anglosaksonske zemlje, poznat kao *akcionarski model*, koji daje prioritet interesima akcionara; i koordinacioni model zemalja kontinentalne Evrope i Japana, poznat kao *model stejkholdera*, koji prepoznaje i nastoji da izbalansira interese različitih grupa: zaposlenih, menadžera, dobavljača, kupaca i države. Prvi model podrazumeva uspostavljanje kontinuirane kontrole menadžera putem pretnje preuzimanjem. Ovaj način obezbeđivanja korporativnog upravljanja podrazumeva tržišnu likvidnost i razvijene finansijske institucije kao što je slučaj u SAD i Velikoj Britaniji. Drugi model podrazumeva direktno nadgledanje i kontrolu od strane jednog ili nekoliko velikih akcionara, pri čemu korist indirektno izvlače i ostali akcionari.

Proučavajući modele korporativnog upravljanja brojni autori su ukazivali na razlike koje postoje između njih (Massen (2000); Cuervo

Koncentracija vlasništva kao interni mehanizam korporativne kontrole

(2002); Ooghe i Vuyst (2001)). Ooghe i Vuyst upoređivanjem dva modela korporativnog upravljanja pronašli su razlike koje su prikazane u tabeli 1.

Tabela 1. Razlike između dva modela korporativnog upravljanja prema Ooghe i Vuyst-u.

ANGLOSAKSONSKI MODEL	MODEL KONTINENTALNE EVROPE
Veća menadžerska moć	Veća moć akcionara
Free-riding problem	Konflikt interesa
Preterano investiranje	Ograničenost finansijskih resursa
Problem kontrole	Dinamika tokova gotovine

Izvor: Ooghe, H., Vuyst, V., (2001) The Anglo-saxon versus The Continental European Corporate Governance Model: Empirical Evidence of Board Composition in Belgium, Vlerick Leuven Gent Management School, p 6

Massen (2000) koristi termine *outsajderski i insajderski model* u cilju isticanja razlika između dva tipa vlasničke i kontrolne strukture [7, str. 34]. U *outsajderskom* modelu vlasništvo nad kapitalom kompanija je diverzifikovano na veliki broj investitora *outsajdera* (SAD i V. Britanija). Nasuprot tome, u *insajderskom* modelu, koji je karakterističan za zemlje kontinentalne Evrope, vlasništvo je koncentrisanije. Za *anglosaksonski* model karakteristično je diverzifikovano vlasništvo investitora, kao što su penzijski fondovi, zajednički fondovi, bogati pojedinci i dr., a menadžeri treba da budu agenti, odnosno predstavnici akcionara čija je glavna težnja maksimiranje vrednosti za akcionare. S druge strane, kod najvećeg broja evropskih zemalja i u Japanu vlasnička struktura se značajno razlikuje u poređenju sa *anglosaksonskim* zemljama, odnosno vlasništvo je koncentrisanije. Ovde važi pravilo maksimiranja bogatstva korporacije i akcionari su samo jedna grupa *stejkholdera*. Zadatak menadžera je da balansira interese različitih grupa *stejkholdera*. Opstanak kompanije postaje glavni cilj. Dakle, suštinska razlika između ova dva modela ogleda se u postojanju niske koncentracije vlasništva u *anglosaksonskim* zemljama, dok u zemljama kontinentalne Evrope grupe akcionara drže veliki procenat ukupnog broja akcija kojima se javno trguje.

Značajna razlika između dva modela korporativnog upravljanja ogleda se i u identitetu akcionara. U SAD i V. Britaniji veći broj akcija je u rukama predstavnika finansijskih institucija (više od 50%) a ne u rukama privatnih lica (20-30%). S druge strane, u Nemačkoj, Francuskoj i Italiji najveći procenat akcija drže privatne kompanije 20-40% akcija, finansijske institucije 10-30% i privatna lica (15-35%) [12, str. 5]. U *anglosaksonskim* zemljama mnogim finansijskim institucijama nije dozvoljeno da drže akcije

kompanija u kojima imaju lični interes, tako da one uglavnom deluju preko posrednika. U zemljama kontinentalne Evrope, s druge strane, privatna lica i kompanije deluju direktno i ne koriste posrednike.

Dok u anglosakonskim zemljama postoje mali podsticaj za investitore da učestvuju u korporativnoj kontroli, istorijski posmatrano banke su u centru strukture korporativnog upravljanja Nemačke, kao što je bio slučaj i u velikom broju drugih evropskih zemalja. Banke igraju centralnu ulogu u eksternom upravljanju putem povezanog finansiranja, kombinacije vlasničkog kapitala i duga, pružanja finansijskih usluga i monitoringa u periodima finansijskih kriza. Putem akcija u sopstvenom vlasništvu sa pravom glasa tri banke Dausche, Dresdner i Commerzbank imaju veliku moć u praćenju strateških odluka mnogih nemačkih kompanija. Ove banke, zajedno sa ostalima, vrše monitoring i kontrolu menadžera. Kao i u Nemačkoj i u Japanu banke imaju veliku ulogu u finansiranju i praćenju kompanija. Glavna banka pruža finansijske savete i pažljivo prati rad menadžera. Većina japanskih kompanija su organizovane u poslovne grupacije, tzv. *keiretsu*, kao što su Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo i Dai-ichi Kangyo [6, str. 429]. Neke od ovih grupa potiču od moćnih *zaibatsu* (porodično kontrolisanih kompanija) koje su ukinute posle drugog svetskog rata, ali još postoje na restrukturiranoj osnovi. Ostale *keiretsu* grupe osnovane su 50-tih godina od strane velikih banaka [8, str. 17-34]. Članovi grupe su firme različite veličine, a njihovo stvaranje je motivisano nastojanjem da se unutar grupacije formira interno tržište kapitala (koje će finansirati pojedine članice u uslovima krize) ili pak interno tržište radne snage (koje bi omogućilo izbor kadrova u skladu sa ostvarenim rezultatima i pokazanim talentom) i sl.

Značajna razlika između anglosakonskih i zemalja kontinentalne Evrope ogleda se i u broju kompanija čijim se akcijama javno trguje u odnosu na ukupan broj kompanija u zemlji. U SAD i V. Britaniji, veliki je broj kompanija čijim se akcijama javno trguje, što znači da veliki broj kompanija ima malo ličnih kontakata sa svojim akcionarima. Penzioni sistem u anglosakonskim zemljama obezbeđuje velike sume finansijskih sredstava, koji preko institucionalnih investitora odlaze na berzu. S druge strane, u zemljama kontinentalne Evrope mali je broj kompanija čijim se akcijama javno trguje. U ovim zemljama, pojedinci teže da investiraju svoju ušteđevinu na individualnoj osnovi. Zato što je veliki broj kompanija u privatnom vlasništvu, postoji čvrst lični odnos između menadžmenta kompanija i njihovih akcionara, a u mnogim slučajevima, ove dve funkcije nisu razdvojene [12, str. 5].

Koncentracija vlasništva kao interni mehanizam korporativne kontrole

Usled niske koncentracije vlasništva u anglosaksonskim zemljama, najveći broj akcionara nema značajniju moć, tako da menadžeri dobijaju moć da odlučuju o različitim problemima vezanim za poslovanje preduzeća. Odluke koje menadžeri donose često mogu biti usmerene na ostvarivanje njihovih ličnih interesa, čime se stiče mogućnost da dođe do preteranog investiranja. Naime, menadžment u nastojanju da uveća svoju moć može težiti rastu preduzeća i preteranom investiranju, čak i ukoliko je profitabilnost niska ili negativna. Na taj način, preterano investiranje daje veću moć menadžerima, ali akcionarima pruža nisku profitabilnost. S druge strane, u modelu kontinentalne Evrope, nekoliko akcionara drže veliki procenat akcija u preduzećima i na taj način imaju mogućnost da kontrolišu rad tih preduzeća i donose odluke. Zato što u modelu kontinentalne Evrope, manji broj akcionara ima veću moć, oni će zadržati kontrolu nad preduzećem i donositi odluke koje povećavaju profitabilnost preduzeća, a ne da povećavaju veličinu preduzeća putem preteranih investicija. Investicije će biti usmerene na duži vremenski period, otuda će menadžeri imati dugoročnu orijentaciju, za razliku od menadžera u anglosaksonskom modelu. U modelu kontinentalne Evrope, koga karakteriše koncentracija vlasništva, vlasničku strukturu velikog broja preduzeća karakteriše participacija kontrole i holding strukture. Putem ovih mehanizama, akcionari zadržavaju moć nad svojim investicijama, ali kompleksni model kontrole ne dopušta otvorenost strukture preduzeća.

Ukoliko je glasačka moć disperzirana, kao što je slučaj u anglosaksonskim zemljama, doći će do free-riding problema (problema slepog putnika). Jedan vlasnik sitnog udela u svojini nad korporacijom nema interesa da nadzire menadžment zato što bi troškovi ove aktivnosti bili za njega previsoki, a nema ni mogućnosti uticaja na ponašanje menadžera zato što je njegov udeo u vlasništvu zanemarljiv. Otuda sitni vlasnik očekuje od drugih vlasnika odgovarajući, pozitivan uticaj na menadžment u pravcu efikasnosti, od koga bi i on sam profitirao bez truda i troška. A pošto je vlasništvo disperzirano, to se svi vlasnici ponašaju na isti način – pasivno iščekujući da posao obavi neko drugi [4, str. 15]. Posledično, menadžment će imati dominantu moć u preduzeću. Ova karakteristika sistema korporativnog upravljanja u anglosaksonskim zemljama, delegiranje veće moći menadžmentu, teži da proizvede kratkoročnu orijentaciju menadžmenta. Jednom godišnje menadžment podnosi izveštaj akcionarima, što ga stimuliše da donosi odluke koje su veoma profitabilne u kratkom roku [13, str.10].

Nedostatak modela kontinentalne Evrope jeste ograničenost finansijskih resursa koji su na raspolaganju kompanijama. Budući da je vlasništvo koncentrisano, samo nekoliko vlasnika obezbeđuje kapital

preuzeću. Transfer tokova gotovine od jedne kompanije ka drugoj je zajednička karakteristika u zemljama kontinentalne Evrope. Usled nedostataka otvorenosti, kompanije mogu da transferišu gotovinu od kompanija koje imaju dobre performanse, ka onim čije su performanse loše.

Budući da i jedan i drugi model imaju prednosti i nedostatke, nije moguće izdvojiti isključivo jedan model kao validan, jer u zavisnosti od specifičnosti date situacije, modeli korporativnog upravljanja pokazivali su svoje dobre strane u određenim vremenskim periodima. Tako je u 80-tim godinama model kontinentalne Evrope i Japana bio uspješniji od angloameričkog modela, dok je u 90-tim bila suprotna situacija, jer je angloamerički model bio superiorniji [2, str. 1-168]. Usled čvrste povezanosti sa bankarskim sistemom kompanije su u Nemačkoj mogle da plaćaju niske kamate na kredite, dok je Japan imao nisku cenu sopstvenog kapitala, tako da su imali povoljnije uslove poslovanja od kompanija u SAD I UK, što je rezultiralo u visokom nivou investicija. Pored toga, za japanske kompanije je karakteristično uspostavljanje dugoročnih odnosa između konstituenata, baziranih na poverenju, što je između ostalog, dovelo do uvođenja metoda *just in time*, omogućivši ostvarivanje brojnih prednosti, dok je na drugoj strani u SAD dolazilo do "narušavanja poverenja" i velikog broja neprijateljskih preuzimanja. Međutim, krajem 90-tih dolazi do ekonomske recesije u Japanu, Nemačka se suočava sa problemima ekonomskih prilagodavanja nakon ujedinjenja, a u SAD dolazi do ogromnog ekonomskog rasta, tako da se uloge menjaju i američki model korporativnog upravljanja postaje superiorniji. Neprijateljska preuzimanja nisu više podložna kritici već se posmatraju kao efikasan mehanizam disciplinovanja menadžera. Nezadovoljstvo angloameričkim modelom korporativnog upravljanja postaje ponovo aktuelno nakon kraha energetske kompanije Enron 2001. god, najvećeg bankrotstva u američkoj istoriji. Budući da oba modela korporativnog upravljanja imaju nedostatke, u cilju njihovog poboljšanja i smanjivanja nedostataka, primenjuju se dve vrste mehanizama. Interni mehanizmi korporativnog upravljanja često se koriste u modelu kontinentalne Evrope, dok se eksterni mehanizmi češće primenjuju u anglosaksonskim zemljama.

3. Korporativno upravljanje u uslovima koncentracije vlasništva

Razdvajanje vlasništva i kontrole kreira potrebu za korporativnim upravljanjem, koje uključuje mehanizme za obezbeđenje donošenja efektivnih odluka i maksimiranje vrednosti preduzeća. Sa ekspanzijom tržišta kapitala u 90-tim godinama, povećanjem broja kompanija na listingu

Koncentracija vlasništva kao interni mehanizam korporativne kontrole

berze i globalizacijom investitora, povećava se potreba za dobrim mehanizmima korporativne kontrole. U literaturi postoji relativna saglasnost da se mehanizmi korporativne kontrole mogu podeliti u dve grupe: interne i eksterne mehanizme.

Korišćenje ovih mehanizama zavisi od sistema korporativnog upravljanja koji važi za datu zemlju, da li je tržišno orijentisan ili je orijentisan na velike akcionare. Tržišno orijentisani sistemi prilikom rešavanja problema korporativnog upravljanja teže tržištu korporativne kontrole, dok sistemi orijentisani na velike akcionare teže korišćenju kontrole putem institucionalnih investitora. Pravni i regulatorni sistem, odnosno institucionalni okvir korporativnog upravljanja značajan je u oba slučaja. Ipak, oba sistema pokazuju izvesna ograničenja u rešavanju nedostataka korporativnog upravljanja.

Struktura vlasništva je potencijalno važan element korporativnog upravljanja. Oni koji imaju kontrolu nad preduzećem mogu imati udela u vlasništvu nad kapitalom, dok neki vlasnici na osnovu svoje vlasničke pozicije imaju određeni nivo kontrole nad preduzećem. Treba očekivati da veće preklapanje vlasništva i kontrole vodi smanjenju konflikta interesa i otuda većoj vrednosti preduzeća. Međutim, odnosi između vlasništva, kontrole i vrednosti su kompleksniji. Učešće menadžmenta u vlasništvu može uticati na usklađivanje njihovih i interesa akcionara. Međutim, ukoliko interesi nisu u potpunosti izjednačeni, veće učešće u vlasništvu može pružiti menadžerima veću slobodu da teže svojim ličnim ciljevima bez straha od kažnjavanja.

Tipičan problem koji se javlja u preduzećima sa široko disperziranim vlasništvom je da pojedinačni akcionari imaju jako mali udeo u vlasništvu preduzeća i stoga imaju malo podstreka da troše značajne resurse na monitoring menadžera ili na težnju da utiču na donošenje odluka unutar preduzeća. Osim toga, *free-rider* problem reducira podstrek ovih akcionara da koordiniraju svoje aktivnosti. Međutim, pojedinačni akcionari koji imaju značajnu vlasničku poziciju imaju veći interes da učestvuju u monitoringu menadžera.

Jedan od pristupa za rešavanje problema, koji nastaje usled razdvojenosti vlasništva i kontrole, je koncentrisanje vlasništva u rukama malog broja akcionara, koji imaju interes u monitoringu menadžmenta i moć da implementiraju menadžment promene. Koncentracija vlasništva definiše se kako brojem velikih blokova akcionara tako i ukupnim procentom akcija u njihovom vlasništvu. **Veliki blokholderi** su investitori koji poseduju najmanje pet procenata akcija u preduzeću. Interes za koncentraciju

vlasništva kao jednog od mehanizama korporativnog upravljanja nastao je usled pojačane aktivnosti blokholdera vezane za kontrolu procesa odlučivanja u korporacijama [1, str. 12].

Jedna perspektiva posmatranja blokholdera je da veliki investitori mogu nastojati da ograniče svoje učešće kako bi obezbedili minimalnu likvidnosti na sekundarnom tržištu. Ovu perspektivnu zastupaju Holmstrom i Tirole (1993). Cene akcija na sekundarnom tržištu pružaju važne informacije o performansama firme. Međutim, precizna procena vrednosti, zahteva visoku likvidnost na sekundarnom tržištu kako bi informacije o cenama akcija bile što tačnije. Prema ovoj perspektivi, tržište je to koje vrši monitoring i veliki akcionari mogu biti jedino neophodni u obezbeđenju informisanosti koje pruža tržište [3, str. 1-128].

Prema drugom modelu, postoji prirodna komplementarnost između špekulacija na sekundarnim tržištima i monitoringa od strane velikih akcionara. Model koji su razvili Aghion, Bolton i Tirole (2000) pokazuje kako veliki troškovi monitoringa akcionara mogu biti reducirani kroz bolje formiranje cena na sekundarnom tržištu. Bazična ideja je da će veće prilagođavanje cena obezbediti ne samo veću likvidnost za velike akcionare, već ih takođe podstaknuti na monitoring, putem reflektovanja dodatne vrednosti njihovih monitoring aktivnosti u vidu cene akcija. Određuje se optimalni stepen likvidnosti za blokholdere kojim se utiče na maksimiziranje njihove zainteresovanosti za monitoring [3, str. 1-128].

Postoje očigledne prednosti koje monitoring od strane blokholdera donosi, ali postoje i očigledni nedostaci. *Nedostaci* se ogledaju u mogućnosti da veliki akcionari koriste svoju moć za sputavanje zaposlenih i menadžera, što se može odraziti na sprečavanje menadžera da vrše specifična skupa investiranja. Drugi nedostatak ogleda se u postojanju opasnosti od preteranog monitoringa koji ima za posledicu gušenje inicijative, kreativnosti i inovativnosti [1, str. 14]. *Potencijalne koristi* od blokholder strukture je postojanje kontinuiranog monitoringa, za razliku od sistema sa disperziranim vlasništvom koji može obezbediti monitoring i intervencije jedino u kriznim situacijama, kroz neprijateljsko preuzimanje. Koristi disperziranog vlasništva, na drugoj strani je povećanje likvidnosti na sekundarnom tržištu. Komparacija dva sistema očigledno zavisi od regulatorne strukture. Ukoliko pravna regulativa značajno povećava troškove držanja velikih blokova akcija (kao što je slučaj u SAD i UK) tada sistem sa disperziranim vlasništvom koji se bazira na neprijateljskim preuzimanja može biti bolji. S druge strane, ukoliko pravna regulativa značajno povećava troškove neprijateljskih preuzimanja, ali ne ograničava značajno prava blokholdera (kao što je u kontinentalnoj Evropi) onda sistem baziran na

Koncentracija vlasništva kao interni mehanizam korporativne kontrole

koncentraciji vlasništva ima prednost [3, str. 1-128]. Drugu komparativnu analizu sistema predložili su John i Kedia (2000) koji naglašavaju značaj dva parametra: troškove monitoringa od strane banke i efikasnost neprijateljskih preuzimanja. U zavisnosti od vrednosti ovih parametara optimalni mehanizmi korporativnog upravljanja su: koncentracija vlasništva (kada je monitoring od strane banaka skuplji i ne postoji pretnja od preuzimanja); monitoring od strane banka (kada su niski troškovi monitoringa i kada su preuzimanja neefikasna) ili disperzirano vlasništvo i neprijateljska preuzimanja (kada su slabe odbrane od preuzimanja i kada su troškovi monitoringa visoki).

Blokholderi mogu koristiti svoj uticaj na menadžere, obezbeđujući donošenje odluka usmerenih na povećanje ukupne vrednosti preduzeća, odnosno vrednosti za akcionare. U ovom slučaju reč je **zajedničkim koristima od kontrole** koje ostvaruju i blokholderi, ali i svi ostali akcionari. Vlasništvo nad kapitalom obezbeđuje blokholderima da prisvoje cash flow preduzeća. U meri u kojoj veliki akcionari imaju i podstrek da učestvuju u monitoringu i da imaju dovoljno kontrole da utiču na menadžment tako da se cash flow poveća, svi akcionari ostvaruju koristi. Međutim, kada koristi od kontrole ostvaruju samo blokholderi reč je o **privatnim koristima kontrole**. Ove privatne koristi mogu biti bezopasne sa gledišta ostalih akcionara, tj. blokholderi mogu da imaju mogućnost jednostavnijeg pristupa moćnim ljudima. Međutim, ukoliko blokholderi koriste kontrolu za izvlačenje resursa preduzeća i ostvarivanje privatnih koristi doći će do smanjenja vrednosti preduzeća. Otuda, krajnji efekat blokholdera na vrednost preduzeća zavisi od odnosa između ostvarivanja zajedničkih koristi svih akcionara i izvlačenja privatnih koristi [5, str. 1-162].

Ranija istraživanja korporativnog upravljanja u SAD polazila su od ideje da je u korporacijama vlasništvo široko disperzirano i da je učešće menadžmenta u vlasništvu zanemarljivo ili ne postoji. Međutim, krajem 80-tih godina, istraživači dolaze do saznanja da u velikom broju američkih kompanija, značajan procenat vlasništva nad kapitalom imaju insajderi i/ili akcionari koji poseduju značajne blokove akcija. Holderness (2002) je istraživao efekte blokholdera na donošenje odluka i na vrednost preduzeća. Postoje suprotstavljene hipoteze o ovim efektima. Neki podaci ukazuju na čvrstu povezanost performansi preduzeća sa vlasništvom različitih tipova blokholdera, uključujući pojedince, institucije i korporacije. Postoje, međutim, neki podaci koji ukazuju da formiranje novih uloga ili trgovina postojećim dovodi do abnormalnog rasta cena akcija. Holderness zaključuje da postojeća evidencija o odnosu blokholdera i vrednosti preduzeća u SAD

indicira da je taj odnos nekad negativan, nekada pozitivan, ali nikada potpuno jasan.

Brojne neameričke studije usmerene su na odnos između vlasničke strukture i performansi preduzeća. Kang i Shivdasani (1995) su pronašli da japanska preduzeća koja imaju blokholdere kao vlasnike brže sprovode restrukturiranja u poređenju sa onim bez blokholdera. Gorton i Schmid (2000) ukazuju da performanse preduzeća u Nemačkoj su u pozitivnoj korelaciji sa vlasništvom nad kapitalom.

Važno pitanje povezano sa koncentracijom vlasništva odnosi se institucionalizovani vlasnički aktivizam putem penzionih fondova i ostalih finansijskih posrednika. **Institucionalni investitori** obuhvataju penzione fondove, otvorene investicione fondove, osiguravajuće kompanije i banke, čije je učešće u vlasništvu kompanija često veliko i mogu preuzeti aktivnu ulogu u monitoringu menadžmenta [1, str. 16]. Reč je o finansijskim institucijama koje investiraju štednju pojedinaca i nefinansijskih kompanija na finansijskim tržištima, pri čemu im je osobenost da se sredstvima upravlja profesionalno ili institucionalno. Institucije ovog tipa trenutno u vlasništvu imaju preko 50% akcija velikih američkih korporacija. Od 1000 najvećih korporacija oni u proseku imaju vlasništvo nad 59% akcija. Institucionalni investitori imaju kako veličinu tako i snagu da disciplinuju neefektivne top menadžere i u stanju su da značajno utiču na strategijsko odlučivanje firme. U početku su se fokusirali na neefikasne izvršne direktore, a sada kontrolišu kako njihov rad tako i rad upravnih odbora [6, str. 410]. Sa razvojem ovih institucija povećan je broj alternativa za mobilizaciju finansijskih sredstava i profitabilan plasman slobodnih novčanih sredstava, unapređen je razvoj tržišta hartija od vrednosti i konkurencija među finansijskim institucijama.

Investiciona kompanija koja može obuhvatati i više investicionih fondova je finansijska institucija koja, emitovanjem svojih akcija, od sitnih investitora sakuplja sredstva, a kupovinom tuđih hartija od vrednosti formira diversifikovani portfolio sa srazmernim učešćem svakog akcionara u njemu. Postoje dva tipa investicionih fondova: zatvoreni investicioni fondovi (closed-end funds of investment trust) i otvoreni investicioni fondovi (mutual funds or open-end funds). Zatvoreni investicioni fondovi funkcionišu kao i svako drugo akcionarsko preduzeće: emituju određeni broj akcija, kotiraju se na berzi i ulaganjem u njih investitori stiču izvesna prava. S druge strane, otvoreni investicioni fondovi imaju najmanje sličnosti sa ostalim institucionalnim investitorima budući da su dizajnirani za obezbeđenje totalne likvidnosti. Investicioni menadžer daje obećanje akcionarima da se njihove akcije mogu isplatiti u bilo koje vreme. Naime, ovi fondovi neprestano otkupljuju i prodaju akcije na zahtev investitora po

Koncentracija vlasništva kao interni mehanizam korporativne kontrole

ceni koja se objavljuje na kraju svakog radnog dana. Ovi fondovi su dominantni kako po broju, tako i po veličini aktive kojom raspolažu.

Penzioni fondovi, kao vrsta finansijskih posrednika beleže najveći rast među institucionalnim investitorima. Penzionim planovima predviđa se isplata planiranog dohotka korisnicima penzijskog osiguranja. Razlikuju se tri vrste penzionih planova: planovi definisani kroz doprinose (defined contributions plans), planovi definisani kroz koristi (defined benefit plans) i hibridni planovi (hybrid pension plans). Planovi definisani kroz doprinose ne specificiraju unapred iznos penzije, već samo određuju iznosi doprinosa koji se uplaćuju. U zavisnosti od toga koliko će efikasno penzioni fond upotrebiti ta sredstva na finansijskom tržištu zavisice visina budžetskih prihoda penzionera. Planovi definisani kroz koristi unapred određuju visinu budžetskih prihoda penzionera, koja će zavisiti od visine plate, radnog staža i sl. Kod hibridnih planova visina penzije zavisi od efikasne upotrebe sredstava na finansijskom tržištu, ali postoji određeni garantovani minimalni iznos penzije. S obzirom da penzioni fondovi u velikoj meri investiraju u tržište akcija, to im daje veliku snagu da utiču na korporativno upravljanje mnogih preduzeća. Štaviše, državna regulativa podstiče penzione fondove da kontrolišu i utiču na korporativno upravljanje kako menadžerske aktivnosti ne bi bile usmerene na štetu akcionara. Oni koji ističu važnost penzionih fondova u korporativnom upravljanju naglašavaju da se zbog njihove veličine i ekspertize minimizira free-rider problem koji nastaje kada manjinski akcionari očekuju da će neko drugi umesto njih vršiti monitoring menadžera. Pojava penzionih fondova otklanja ovaj problem, budući da se oni kao značajni investitori uključuju u monitoring. Pored toga, kod penzionih planova je manja mogućnost pojave komercijalnih konflikta interesa u poređenju sa ostalim institucionalnim investitorima, poput banaka, osiguravajućih kompanija, otvorenih investicionih fondova i sl. [1, str.19].

Institucionalni investitori mogu doprineti unapređenju korporativnog upravljanja onih preduzeća u koja investiraju kapital. Ovo je naročito važno u ekonomijama u tranziciji, u kojima, kao posledica vaučerske privatizacije, postoji veliki broj akcionara čije je učešće u vlasništvu suviše malo da bi mogli da aktivno učestvuju u monitoringu. Većina zemalja u tranziciji ima neke institucionalne investitore, uključujući privatizacione fondove, penzione fondove, privatno pokrenute investicione fondove. Međutim, institucionalni investitori još uvek imaju malu ulogu u sveukupnom tržištu akcija.

Zaključak

Korporativno upravljanje, kao deo institucionalnog okvira kojim se usmeravaju i kontrolišu kompanije, pruža podsticaje za ostvarivanje ciljeva koji su u interesu kompanije i njenih vlasnika. Značaj korporativnog upravljanja ogleda se u jačanju korporativne odgovornosti, ograničavanju zloupotrebe moći nad resursima kompanije i zaštiti interesa akcionara. Modeli korporativnog upravljanja imaju i prednosti i nedostatke. Dok je ključna prednost modela koji važi u anglosaksonskim zemljama mogućnost prikupljanja velikih suma finansijskih sredstava, budući da veliki broj vlasnika obezbeđuje kapital preduzeću, nedostatak se ogleda u mogućnosti da menadžeri, usled pasivnosti malih akcionara, ostvare značajniju moć i donesu odluke usmerene ka preteranom investiranju. Nedostatak drugog modela ogleda se u postojanju ograničenih finansijskih sredstava koji kompaniji stoje na raspolaganju. Veća koncentracija vlasništva znači da je kontrola u rukama velikih akcionara koji imaju veću moć da utiču na donošenje odluka koje povećavaju profitabilnost, što je očigledna prednost drugog modela. Koncentracija vlasništva može biti efektivan mehanizam korporativne kontrole budući da veliki akcionari imaju interes da nadgledaju i disciplinuju rad menadžera i u stanju su da utiču na donošenje strateških odluka.

Literatura

1. Babić, V., Korporativno upravljanje u uslovima koncentracije i disperzije vlasništva, u monografiji (red. Babić, V.) Korporativno upravljanje u tranziciji – vlasništvo, kontrola, menadžerske kompetencije, Ekonomski fakultet u Kragujevcu, 2006
2. Becht, M., P. Bolton and A. Röell, "Corporate Governance and Control", *Finance Working Paper*, www.ecgi.org/wp, No. 02/2002
3. Becht, M., Bolton, P. & Röell, A., Corporate Governance and Control, ECGI *Working Paper Series in Finance*, Working Paper N°. 02/2002 Updated August 2005
4. Begović, B., Mijatović, B., Unapređenje korporativnog upravljanja, Centar za liberalno demokratske studije, 2003
5. Denis, D. K., McConnell, J.J., International Corporate Governance, ECGI, *Finance Working Paper* No 05/2003, pp.1-62
6. Hitt, M.A., Ireland, D.R. & Hoskisson, R.E., *Strategic Management: Competitiveness and Globalization*, South-Western College Publishing, 2001
7. Maassen, F.G., An International Comparison of Corporate Governance Models, Spencer Stuart, Elts, 2000
8. Moerland, P.W., Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 26, 1995

Koncentracija vlasništva kao interni mehanizam korporativne kontrole

9. Monks R., Minow, N., *Corporate Governance*, Blackwell Publishing, Oxford, 2002
10. OECD Principles of Corporate Governance, 2004
11. Oman, C., Fries, S. & Buitter, W., *Corporate Governance in Developing, Transition and Emerging-Market Economies*, *OECD Development Centre Policy Brief*, No. 23, 2003
12. Ooghe, H., Vuyst, V., *The Anglo-saxon versus The Continental European Corporate Governance Model: Empirical Evidence of Board Composition in Belgium*, Vlerick Leuven Gent Management School, 2001
13. Renneboog, L., *Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels Stock Exchange*, Research Paper No. 9635, 1996

CONCENTRATION OF OWNERSHIP AS INTERNAL MECHANISM OF CORPORATE CONTROL

Abstract: This study analyzes one of internal mechanisms of corporate control – concentration of ownership. The first part of the study emphasizes importance of corporate governance for effective decision-making, company performance improvement and protection of shareholder interests. The second part of the study contains explanation of two dominant models of corporate governance, one of which is characteristic for Anglo-Saxon countries while the other is characteristic for continental Europe and Japan. The system of corporate governance implemented in a certain country determines the use of internal or external mechanisms of corporate control whose purpose is to reduce the costs emerging due to separation of ownership and control and to adjust the interests of owners and managers. The third part analyses concentration of ownership as one of the internal mechanisms of corporate control, which is most often used in the model implemented in continental Europe.

Keywords: corporate governance, mechanisms of corporate control, concentration ownership.