

UGROŽAVA LI TEORIJA INTERESNO UTJECAJNIH SKUPINA PRIMAT KONCEPTA MAKSIMIZACIJE VRIJEDNOSTI KAO CILJA PONAŠANJA FIRME

Već duže vrijeme postoji nezadovoljstvo znanstvenika koji se bave procesom upravljanja u korporaciji i ciljevima ponašanja firme koje su prihvatile ekonomska teorija općenito i poslovne financije posebno. Zbog toga je svrha ovoga rada argumentirano preispitati prikladnost, aktualnost i važnost koncepta maksimizacije vrijednosti kao cilja ponašanja firme na osnovi kritike teorije interesno utjecajnih skupina unutar firme i skupina povezanih s firmom (Stakeholder), pa se tako u radu najprije razmatraju odrednice i vrednovanja teorije interesno utjecajnih skupina da bi se utvrdile poruke koje navedena teorija proklamira, a zatim se razmatraju prednosti i nedostaci koncepta maksimizacije vrijednosti da bi se utvrdilo može li navedeni koncept pobijati kritiku koju mu upućuje teorija interesno utjecajnih skupina.

Provedena analiza jasno pokazuje da i dalje valja primjenjivati koncept maksimizacije vrijednosti kao cilj ponašanja firme, zato što je vrijednost još uvijek neizbježna osnova za mjerenje obilježja menadžerske izvedbe i nema odgovarajućeg «suparnika» koji bi je mogao jednakovrijedno zamijeniti. No, pritom se mora poraditi na poboljšanju primjene toga koncepta na osnovi kritika teorije interesno utjecajnih skupina. Sa druge bi strane ta teorija morala napustiti vlastitu proklamativnu orijentaciju i više poraditi na tome da svoje dobre misli, sugestije i prijedloge podredi nekom jasnom i jednoznačno određenom cilju ponašanja firme. U konačnici, zaključeno je da je cilj ponašanja firme potrebno utvrditi u formi maksimizacije dugoročne

* I. Santini, mr. sc., predavač na Visokoj školi za poslovanje i upravljanje s pravom javnosti «Baltazar Adam Krčelić», Zaprešić, e-mail: ivona.santini@vspu.hr. Članak primljen u uredništvo 19. 9. 2006.

ukupne tržišne vrijednosti firme, zato što se njome najpreciznije određuje koncept maksimizacije vrijednosti.

Ključne riječi: teorija interesno utjecajnih skupina (Stakeholder), koncept maksimizacije vrijednosti, cilj ponašanja firme, načelo ekstra vrijednosti, maksimizacija ukupne tržišne vrijednosti firme

1. Uvod

Već više od dva stoljeća u ekonomiji i u financijama suvereno postoje i prevladavaju koncepti kao što su maksimizacija profita, maksimizacija vrijednosti i sl. Radi se, zapravo, o oblicima u kojima se pojavljuje traganje za profitom¹. Zato ne iznenađuje činjenica da neoliberalistička ekonomska doktrina prevladava sviješću i praksom sudionika svjetske ekonomije². Istina je da se svi teoretičari u svakom vremenskom odsječku suvremene ekonomije nisu slagali s isključivom težnjom prema ostvarivanju profita. Pa ipak, koncept maksimizacije profita, odnosno sadašnja, suvremena inačica, koncept maksimizacije vrijednosti i dalje je postojeći, ispravan i nezaobilazan cilj ekonomskog ponašanja firme ili korporacije³.

No, na svršetku XX. stoljeća, pojavila se koncepcija koja bi mogla utjecati na to da se ponovo preispitaju prikladnost, aktualnost i važnost koncepta maksimizacije vrijednosti kao cilja ponašanja poduzeća. To je teorija interesno utjecajnih skupina unutar firme i skupina povezanih s firmom⁴ (Stakeholder Theory). Navedenom se teorijom nastoji ublažiti, pa čak i neutralizirati snažna razlika u bogatstvu pojedinih socijalnih skupina do koje je došlo, prije svega zato što su isključivo slijedile koncept maksimizacije profita, odnosno koncept maksimizacije vrijednosti kao cilj ponašanja firme ili korporacije. U nastavku izlaganja po-

¹ Šire o tome vidjeti u magistarskom radu Santini, I. (2001.) pod naslovom: «Istraživanje pretpostavki primjene Shareholder value koncepcije u gospodarstvu Republike Hrvatske». Zagreb: Ekonomski fakultet. Magistarski rad: str. 7-14.

² Knjiga Milтона Friedmana jedna je od onih u kojima se uvjerljivo prikazuju neizbježne potrebe da se slijedi neoliberalna ekonomska doktrina. Vidi: Friedman M. (1992.). Kapitalizam i sloboda. Zagreb: Globus.

³ Firma je termin kojim se koristi kada se slijedi teorijski koncept. No, u slučaju kada se moraju naglasiti upravljački problemi, koristi se terminom korporacija zbog uvažavanja složenosti procesa odlučivanja unutar firme.

⁴ Takav prijevod engleskoga termina «stakeholder» preuzet je iz Sisek, B. (2004.). ESOP i ekonomska demokracija. U: Tipurić, D. (ur.), ESOP i hrvatsko poduzeće. Zagreb: Sinergija, str.104. Iako su prijevod i obrazloženje sasvim jasni i prihvatljivi, više bi odgovarao neki termin koji bi jasnije ukazivao na vlasnička prava koja stoje kao osnova ozbiljenja interesno utjecajnih skupina. No, o tome ipak valja dublje promisliti, osobito imajući u vidu ugovornu teoriju firme.

trebno je ispitati poruke teorije interesno utjecajnih skupina, odnosno razmotriti o čemu ta teorija govori s jedne strane, a sa druge strane može li koncept maksimizacije vrijednosti toj kritici odgovoriti istom mjerom.

2. Geneza i odrednice teorije interesno utjecajnih skupina

Prije svega potrebno je naglasiti da teorija interesno utjecajnih skupina ima svoje porijeklo i pozadinu u sociologiji i u znanosti o ponašanju, posebno u organizacijskom ponašanju. Budući da navedene znanosti imaju poštovanja vrijednu «težinu», nipošto ne iznenađuje činjenica da je teorija interesno utjecajnih skupina naišla na dobar prijem kod profesionalnih organizacija, posebnih interesnih skupina, vladinih tijela, pa i kod samih vlada⁵. Razlog su popularnosti te teorije najvjerojatnije njezine atraktivne i prihvatljive odrednice.

2.1. Odrednice teorije interesno utjecajnih skupina

Glavna se odrednica teorije interesno utjecajnih skupina može najkraće formulirati na slijedeći način: menadžment korporacije – vladar menadžerskog kapitalizma u svojoj prirodnoj aktivnosti – odlučivanju – mora uzeti u obzir interese svih interesno utjecajnih skupina unutar i izvan firme ili korporacije, a to uključuje: financijske vjerovnike, zaposlene, kupce, zajednicu i vladina tijela. Svaka od navedenih skupina ima svoje vlastite interese, s jedne strane, a ima i moć da svoje interese podupire i da im daje prednost, sa druge strane. Ne ulazeći u prikladno objašnjenje potrebe za identifikacijom⁶ i potrebe za klasifikacijom interesno utjecajnih skupina⁷, u tablici 1. prikazane su primarne interesno utjecajne skupine, priroda njihovih interesa i moći⁸:

⁵ Vidjeti, na primjer, *Principles of Stakeholder Management: The Clarkson Principles*. The Clarkson Centre for Business Ethics. (1999.). Joseph L. Rotman School of Management, University of Toronto, Canada. O kritičkoj analizi i vrednovanju teorije interesno utjecajnih skupina vidjeti: Sternberg, E. (1999.). *Stakeholder Theory Exposed*. The Corporate Governance Quarterly 2, (1), i Sternberg, E. (1996.). *The Stakeholder Concept: A Mistaken Doctrine*, London: Foundation for Business Responsibilities, Issue Paper No 4, November 1999.

⁶ Za obrazloženje potrebe identifikacije interesno utjecajnih skupina vidjeti: Tipurić, D. (2006.). *Nadzorni odbor i korporativno upravljanje*. Zagreb: Sinergija, str. 39-40.

⁷ Valja se upitati kamo bi se uvrstile terorističke skupine koje se, isto tako, moraju tretirati kao interesno utjecajne skupine. Za diskusiju o teškoćama utvrđivanja interesno utjecajnih skupina vidjeti u: Freeman, E. R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. London: Pitman Books Limited, osobito str. 53.

⁸ Preuzeto iz Sisek, B. (2004.). *ESOP i ekonomska demokracija*. U: Tipurić, D. (ur.), *ESOP i hrvatsko poduzeće*. Zagreb: Sinergija, str. 108.

Tablica 1.

PRIMARNI STAKEHOLDERI: PRIRODA INTERESA I MOĆI

| Stakeholder (interesno-utjecajna skupina) | Priroda interesa - stakeholder želi: | Priroda moći - stakeholder utječe na poduzeća |
|--|--|--|
| Zaposleni | <ul style="list-style-type: none"> • zadržati stabilnu zaposlenost u poduzeću • dobiti pravednu plaću za svoj rad • rad u sigurnoj, ugodnoj okolini | <ul style="list-style-type: none"> • snagom sindikalnog pregovaranja • akcijama radnika i štrajkovima • publicitetom |
| Vlasnici/ dioničari | <ul style="list-style-type: none"> • dobivanje zadovoljavajućeg prinosa na investicije (dividende) • realizacija povećanja dioničke vrijednosti tijekom vremena | <ul style="list-style-type: none"> • realizacijom glasačkih prava zasnovanih na vlasništvu dionica • provedbom prava inspekcije poslovnih knjiga i zaposlenika poduzeća |
| Kupci | <ul style="list-style-type: none"> • ostvarenje poštene razmjene: vrijednost i kvaliteta za potrošeni novac • dobivanje sigurnog, pouzdanog proizvoda | <ul style="list-style-type: none"> • kupnjom proizvoda od konkurenata • bojkotiranjem poduzeća proizvodi kojeg su nezadovoljavajući ili kojih je poslovna politika neprihvatljiva |
| Dobavljači | <ul style="list-style-type: none"> • dobivanje redovitih narudžbi za proizvode • biti pravodobno plaćen za isporučene proizvode | <ul style="list-style-type: none"> • odbijanjem da se izvrši narudžba ako su prekršeni uvjeti ugovora • nuđenjem proizvoda konkurentima |
| Konkurenti | <ul style="list-style-type: none"> • biti profitabilan • pridobiti veći udio na tržištu • rast cijeloga sektora | <ul style="list-style-type: none"> • tehnološkim inovacijama, prisiljavajući konkurente da se «ne uspravaju» • zaračunavanjem nižih cijena |
| Trgovci na malo/trgovci na veliko | <ul style="list-style-type: none"> • dobivanje kvalitetnih i aktualnih proizvoda po razumnoj cijeni • ponuda pouzdanih proizvoda u koje potrošači imaju povjerenje | <ul style="list-style-type: none"> • kupnjom od ostalih dobavljača ako su uvjeti ugovora nezadovoljavajući • bojkotiranjem poduzeća kojih su proizvodi ili poslovna politika nezadovoljavajući |
| Kreditori | <ul style="list-style-type: none"> • dobivanje otplate kredita; • skupljanje glavnice i kamata | <ul style="list-style-type: none"> • opozivanjem kredita ako nisu obavljena plaćanja; • korištenjem zakonskih ovlasti da se blokira ili preuzme imovina ako su rokovi otplate kredita višestruko prekoračeni |

Izvor: Frederick, William C.; Davis, Keith i Post, James: Business and Society, McGraw-Hill, Inc. 1992., str. 15-16.

Tablica 1. dobra je i poticajna inventura brojnih i raznovrsnih čimbenika, uvjeta i okolnosti koje menadžment korporacije mora uvažiti i zadovoljiti ostvarujući svoje vitalne funkcije - funkcije odlučivanja. Ta inventura, svojim opsegom i strukturom, svakako nadmašuje opseg i strukturu čimbenika, uvjeta i okolnosti koje mora uvažiti menadžment orijentiran na vrijednost, pa se sukladno s tim slobodno može smatrati neporecivim i solidnim doprinosom teorije interesno utjecajnih skupina. Štoviše, ispravno je govoriti o novoj vrsti menadžmenta, o tzv. menadžmentu interesno utjecajnih skupina⁹.

Teorija interesno utjecajnih skupina ukazuje na potrebu stvaranja internog kontrolnog mehanizma koji je po svojoj prirodi mnogo kompleksniji od onoga sadašnjega u korporaciji koja maksimizira vrijednost i zagovara tu potrebu. Takav se kontrolni mehanizam ne usmjerava samo na kontrolu, nego i na proces učenja¹⁰, a sve to radi postizanja cilja ponašanja firme ili korporacije, koji je Margaret Blair nazvala maksimizacija sposobnosti stvaranja bogatstva¹¹.

2.2. Vrednovanje teorije interesno utjecajnih skupina

Nastanak i razvitak teorije interesno utjecajnih skupina svakako valja ocijeniti dobrodošlima, i to ponajprije zato što ona teži holističkom pogledu na firmu ili korporaciju. Zbog svoje holističke orijentacije ona omogućuje i potiče šira, dalja i dublja promišljanja, što kad se ostvari, nesumnjivo vodi porastu blagostanja, kako onih interesno utjecajnih skupina unutar i izvan firme ili korporacije, tako i društva u cjelini.

Kada se prestanu čitati navodi i objašnjenja teorije interesno utjecajnih skupina u kojima se govori o čemu se sve mora voditi računa, tablica 1. dobar je podsjetnik o tome o čemu je sve potrebno voditi računa, a dosadašnje konkurencijske teorije, uključivši i teoriju interesno utjecajnih skupina, o tome nisu uopće, ili nisu dovoljno vodile računa i kada se upita slijedeće: pruža li teorija interesno utjecajnih skupina bar skicu puta i načina kako postići to što ona zagovara? tada se nailazi na prazninu ili, u najboljem slučaju, na proklamacije. Zato bi dobro bilo postaviti ovo pitanje: koji je cilj ponašanja firme sa stajališta teorije interesno utjecajnih skupina?

⁹ Termin je preuzet iz Tipurić, D. (2006.). Nadzorni odbor i korporativno upravljanje. Zagreb: Sinergija, str. 40.

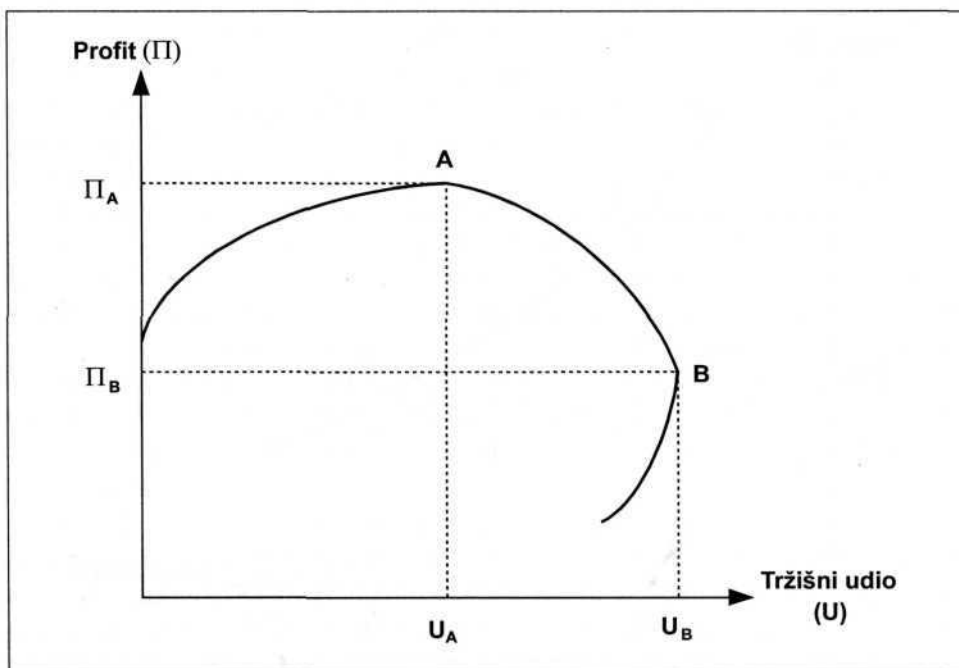
¹⁰ Što se sve može naučiti iz kontrolnog mehanizma vidjeti: Neely, A., Najjar, M. A. (2006.). Management Learning Not Management Control: The True Role of Performance Measurement?. California Management Review, (48), 3: str. 101-114.

¹¹ Blair, M. (1995.). Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twentieth-Century. Washington D.C.: Brookings Institution Press, str. 241.

Ako se prijedlog Margaret Blair, koja smatra da korporacija mora maksimizirati sposobnost stvaranja bogatstva, može tretirati konsenzusom prihvaćenim ciljem ponašanja firme ili korporacije, onda postaje razumljivo zašto je teorija interesno utjecajnih skupina prožeta proklamacijama. Naime, jasan cilj u obliku maksimizacije sposobnosti stvaranja vrijednosti de facto i nije cilj, i to ponajprije zato što je sposobnost stvaranja bogatstva višedimenzionalna kategorija i ne zna se, a čini se da se i ne može znati, kako sve te dimenzije istodobno maksimizirati. Drugim riječima, ne zna se kako istodobno maksimizirati i zaposlenost i tržišni udio i profit/vrijednost, i tako dalje, i tako dalje. Na logičnoj razini očito se radi o kompleksnoj situaciji koju valja pojednostavniti. Prikladan put simplifikacije mogao bi biti onaj koji je predložio Jensen, ugledni teoretičar poslovnih financija. Potrebno je pogledati njegov dijagram odnosa između profita i tržišnog udjela¹² koji je prikazan na slici 1.:

Slika 1.

ODNOS IZMEĐU PROFITA I TRŽIŠNOG UDJELA

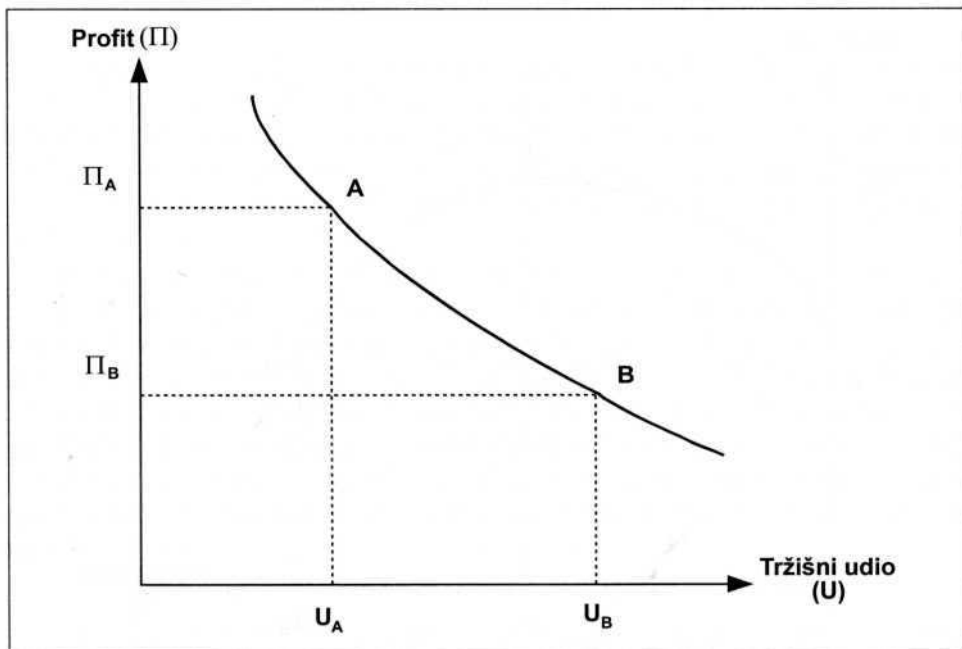


¹² Jensen, M. C. (2001.). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, (14), 3: str. 10. Oznake na grafikonu dodane su samo radi preciznijeg izražavanja.

Kako se vidi iz slike 1., profit raste do točke A, ali raste i tržišni udio firme ili korporacije. Ako se želi povećati tržišni udio iznad razine u visini točke U_A , na primjer, na razinu u visini točke U_B , tada profit mora pasti na razinu u visini točke Π_B . Na osnovi Marrisove teorije rasta firme¹³ lako je zaključiti da, ako menadžeri žele povećati tržišni udio povećavajući izdatke firme ili korporacije za oglašavanje, kao posljedica te odluke javit će se opadanje profita. Dakle, očito je da se javlja problem vezan uz odgovor na pitanje o načinu kako maksimizirati i profit i tržišni udio simultano. Odgovor na to pitanje, koliko je poznato, ne znaju ni zagovornici i protagonisti teorije interesno utjecajnih skupina. Ta logički nemoguća situacija, čini se, može se razriješiti samo tako da se supstituira jedna poželjna dimenzija djelovanja drugom poželjnom dimenzijom djelovanja. To je prikazano na slici 2. kao krivulja indiferencije između dviju dimenzija.

Slika 2.

KRIVULJA INDIFERENCIJE IZMEĐU DVIJU DIMENZIJA



¹³ Vidi Marris, R. (1963.). A Model of Managerial Enterprise. Quarterly Journal of Economics, (77), 2: str. 185-209. Također vidjeti: Koutsoyiannis, A. (1996.). Moderna mikroekonomika. Zagreb: Mate, str. 352-370.

Iz slike 2. vidi se da se, ako se želi prijeći iz točke A u točku B, mora žrtvovati stanoviti iznos profita, a to zato da bi se povećao tržišni udio. No, zanimljivo je slijedeće pitanje: kako interpretirati položaj krivulje indiferencije? Jedina moguća interpretacija svodi se na tvrdnju: da se mora bez ostatka prihvatiti razina, dakle, fiksna veličina onoga što krivulja indiferencije predstavlja, a to može biti bilo što: zaposlenost, dobrobit, profit/vrijednost, tržišni udio itd. Sukladno s time bilo kojoj interesno utjecajnoj skupini imperativno se nameće zadatak definirati to nešto, a čini se da to ipak mora biti menadžment korporacije koji raspolaže najkompletnijim informacijama i koji stvarno upravlja i odlučuje, pa na taj način presudno utječe na opstanak firme ili korporacije u dugom vremenskom razdoblju.

Jednom, kada se to nešto definira, a to se obično naziva ciljem ponašanja firme ili korporacije, to mora biti precizno i jednoznačno utvrđeno. Drugim riječima, kada se cilj ponašanja firme ili korporacije jednodimenzionalno, odnosno jednoznačno odredi, tada postoji jasan kriterij odlučivanja i točno se na osnovi krivulje indiferencije zna koliko se žrtvuje jednoga u namjeri da se dobije jedinica drugoga željenoga parametra cilja. Na taj način težina svake pojedine interesno utjecajne skupine postaje jasan kriterij odlučivanja menadžmentu firme ili korporacije, i to neovisno o tome radi li se o menadžmentu orijentiranom na vrijednost ili o menadžmentu interesno utjecajnih skupina.

Uspostavom kriterija obje vrste menadžmenta dolaze u istu poziciju. To prema prikladnom objašnjenju teorije interesno utjecajnih skupina, kako se čini, ne bi bio slučaj. Prema tome, zaista bi se moralo govoriti o dvije vrste menadžmenta. Pritom se ne zna kako bi ona druga vrsta menadžmenta, dakle, menadžment interesno utjecajnih skupina odlučivala. Najvjerojatnije bi odlučivala prigodno, odnosno ovisno o trenutnoj moći pojedinih interesno utjecajnih skupina da nametnu i provedu svoj posebni interes. S vremenom bi se stvorila situacija u kojoj bi se menadžment vrtio u krug vođen promjenljivim i različito usmjerenim silama parcijalnih interesa, razumije se, sve dotle dok se ne bi ugrozio opstanak firme ili korporacije u cjelini. Zato bi teorija interesno utjecajnih skupina morala napustiti vlastitu proklamativnu orijentaciju i više poraditi na tome da svoje dobre misli, sugestije i prijedloge podredi nekom jasnom i jednoznačno određenom cilju ponašanja firme.

Čak i ako postoji jasno, jednodimenzionalno i jednoznačno određeni cilj ponašanja firme ili korporacije, pa iz toga rezultirajući kriterij odlučivanja, firma ili korporacija sučeljava se s gubitkom vrijednosti. To je inače opsežno obrazloženo u menadžerskim teorijama firme, osobito kroz tretman agencijskog problema. Intuitivno je jasno da u firmi ili u korporaciji vođenoj logikom teorije interesno utjecajnih skupina prijeti objektivno znatno veća opasnost gubitka vrijednosti, i to zbog sasvim jednostavnog razloga – zato što se broj agencijskih problema eksponencijalno uvećava, a za to je koalicija menadžmenta i institucionalnog investitora samo jedan, ali veoma dobar ilustrativan primjer. Pritom proklama-

cije teorije interesno utjecajnih skupina o ostvarivanju jednakosti, pravednosti i učinkovitosti, mada je samo po sebi to pohvalno, poželjno i prihvatljivo, ipak mogu više pridonijeti gubitku vrijednosti, nego što bi pridonijele ostvarivanju načela koje zagovaraju i promiču¹⁴.

3. Iznova o vrijednosti

U teoriji interesno utjecajnih skupina često se koristi i termin vrijednost, posebno vrijednost za glavničare (shareholder value). Štoviše, u odnosu prema vrijednosti za glavničare nadovezuju se već prije navedene proklamacije teorije interesno utjecajnih skupina. Zato se može zaključiti da je vrijednost u središtu pozornosti i teorije interesno utjecajnih skupina. Zbog te svoje opće upotrebe taj fenomen vrijednosti potrebno je iznova preispitati, odnosno sagledati omogućuje li ona realizaciju uloge cilja ponašanja firme ili korporacije.

3.1. Atributi koncepta maksimizacije vrijednosti

U poslovnim financijama, ali ne samo unutar toga znanstvenoga područja, gotovo je konsenzusom prihvaćen koncept maksimizacije vrijednosti kao cilja, ali i kriterija ponašanja firme ili korporacije. Pod vrijednošću podrazumijeva se ukupna vrijednost firme ili korporacije. Dakle, ne samo vrijednost njezine vlasničke glavnice, nego i vrijednost svih drugih financijskih oblika. Sukladno s time, tu ukupnu vrijednost, a ne neku drugu pojedinačnu vrijednost, potrebno je maksimizirati. Ovdje se postavlja središnje pitanje: na osnovi kojih je vlastitih atributa vrijednost mogla postati općeprihvaćen cilj ponašanja firme ili korporacije? Kako se čini, dva su atributa najvažnija, i to: (1) uz uvažavanje vrijednosti, jasno se i prilično sigurno zna što je bolje, a što lošije i (2) na osnovi vrijednosti olakšava se supstitucija jedne dimenzije ponašanja drugom dimenzijom ponašanja u tijekom vremena.

¹⁴ O empirijskoj provjeri teze da korporacija mora imati jasno, jednodimenzionalno i jednoznačno definirani cilj, a ne višedimenzionalne ciljeve, vidjeti: Kees Cools and Mirjam van Praag (2000.). The Value Relevance of a Single-Valued Corporate Target: An Empirical Analysis. Dostupno od Social Science Research Network eLibrary at: <http://papers.ssrn.com/paper=244788>.

3.1.1. Načelo ekstra vrijednosti: mjera onoga što je bolje

Ako firma ili korporacija stvara više vrijednosti nego što je dotada stvarala, lako se može zaključiti da firma ili korporacija posluju bolje nego što su dotle poslovale. Slijedom toga, kada sve firme ili korporacije posluju stvarajući više vrijednosti nego što su ih dotada stvarale, može se zaključiti da se istodobno povećava i društveno blagostanje.

U slučaju jednodimenzionalnog i jednoznačnog određivanja cilja ponašanja firme ili korporacije, postoji ugrađen kriterij boljega, a glasi: uvijek ako iz utrošenih vrijednosti proizvodnih faktora u visini od jedne kune firma ili korporacija za kupce stvori vrijednosti veće od jedne kune, znači da firma ili korporacija stvara ekstra vrijednosti i na taj način poboljšava društveno blagostanje.

Prethodno jasan kriterij, razumije se, nema vrijednost u svim situacijama, odnosno ne mora bezuvjetno rezultirati povećanjem društvenoga blagostanja. Kad postoje monopoli, firme ili korporacije mogu povećavati vrijednost i, u svom vlastitom interesu, maksimizirati profit/vrijednost, ali to ne rezultira povećanjem društvenoga blagostanja¹⁵. Drugi slučaj, kada optimizacija na individualnoj razini ne vodi optimizaciji na društvenoj razini, to je slučaj postojanja eksternalija¹⁶. No, oba su prepoznata i dobro obrađena slučajeva tržišne nesavršenosti u zoni vladine politike i vlada ih, sukladno s time mora razrješavati prilikom postavljanja pravila kojima se regulira ekonomsko djelovanje.

Jednako se razmišljanje može primjeniti i u slučaju prihvaćanja teorije interesno utjecajnih skupina. Firma ili korporacija stvarat će vrijednost tako dugo dok se god na kunu potrošenu da se zadovolje interesi svake interesno utjecajne skupine (stakeholdera) ostvaruje rezultat vrednovanjem te skupine u obliku zadovoljenih interesa koji su veći od jedne kune. Kada bi teorija interesno utjecajnih skupina prihvatila načelo ekstra vrijednosti, imala bi, čini se, jasan, jednoznačan i nediskriminirajući orijentir i kriterij u procesu menadžerskog odlučivanja. Na taj bi način menadžment interesno utjecajnih skupina došao u istu poziciju kao i menadžment orijentiran na vrijednost. U tom bi se slučaju specifične razlike između ta dva menadžmenta mogle ogledati u stupnju, ali ne i u vrsti kriterija odlučivanja. To se iz današnjega stanja teorije interesno utjecajnih skupina ne bi moglo zaključiti.

¹⁵ Ova je tema dobro obrađena unutar mikroekonomske teorije pod skupnim nazivom «Društvene posljedice djelovanja monopola», gdje se dokazuje kako maksimizacija profita monopola vodi smanjenju društvenoga blagostanja, pa se kao izlaz iz te situacije zagovara sustav savršene konkurencije. Između mnogih, vidjeti: Friedman, L. S. (1984.). *Microeconomic Policy Analysis*. New York: McGraw-Hill Book Company, osobito poglavlje 8. i poglavlje 12.

¹⁶ Ukupnost posebnih interesa projiciranih kao opći društveni interes dobro je obrađena unutar mikroekonomske teorije. Dobra analiza toga nalazi se u knjizi Friedmana, L.S., citirana pod 13, str. 4-5 i 429-432.

3.1.2. *Vrijednost i uspostava jednake vrijednosti vremena*

Potrebno je krenuti od uobičajene i najjednostavnije situacije. U firmu ili korporaciju uloži se kapital, jednokratno i u cijelosti, a troškovi proizvodnje i prihodi od proizvodnje pritiče u tijeku vremena, odnosno u stanovitom broju godina u budućnosti. Da bi se znalo hoće li firma ili korporacija stvarati vrijednost i na taj način pridonositi stvaranju društvenoga blagostanja, potrebno je utvrditi hoće li vrijednost buduće proizvodnje biti veća od vrijednosti koja je utrošena na sve proizvodne faktore u sadašnjosti. Pritom se moraju pokriti i eksplicitni i implicitni troškovi. To i neće biti težak zadatak zato što postoji koncept vremenske vrijednosti novca unutar kojega postoji odgovarajući parametar - kamatna stopa koja pokazuje visinu žrtve u sadašnjosti sa ciljem ostvarivanja koristi u budućnosti¹⁷. Zbog toga menadžment ima parametar jednake vrijednosti vremena u kamatnoj stopi na osnovi koje može uspoređivati i sučeljavati novčane primitke i novčane izdatke, nastale unaprijed i unazad, u tijeku vremena.

No, stvarno poslovanje korporacije ne odvija se sukladno s parametrima karakterističnima za prethodno opisanu uobičajenu i jednostavnu situaciju, i to zbog više razloga. Česte su oscilacije ne samo u procjeni veličine i dinamike novčanih tokova, nego i u rizicima njihova ostvarivanja, ali i u ostalim rizicima. Sve dok postoji tržište kapitala to i nije problem, zato što kamatna stopa, istina prilagođena riziku, sve te promjene obuhvaća i ukalkulira. Zbog toga, tako utvrđena kamatna stopa, i u promjenljivim okolnostima, koja traži prilagođivanje ipak omogućuje menadžmentu provođenje procesa homogenizacije vremenski različitih veličina i na taj način postizanje stanja u kojem može odlučivati.

Činom uspostave jednake vrijednosti vremena relevantnih ekonomskih kategorija, vrijednost se ponovo pokazuje kao jednostavan i jednoznačni cilj ponašanja firme ili korporacije. Ona istodobno generira i kriterij odlučivanja i nalaže menadžmentu da poveća proizvodnju i investicije, i to tako dugo dok se, prema graničnom načelu, ne maksimizira sadašnja tržišna vrijednost korporacije.

3.2. *Ograničenja koncepta maksimizacije vrijednosti*

Prednosti koncepta maksimizacije vrijednosti¹⁸ pokazuju ne samo da se menadžment korporacije mora rukovoditi maksimizacijom vrijednosti, nego i

¹⁷ Prikladna obrazloženja navedene tvrdnje na osnovi mikroekonomske teorije čitatelj može naći u Nicholson, W. (1985.). *Microeconomic Theory: Basic Principles and Extensions*. Chicago: The Dryden Press, str. 560-567.

¹⁸ Ovdje se ostavljaju po strani svi oni problemi koji se javljaju u slučaju kada vrijednost nije moguće izraziti pogodnom i prikladnom funkcijom koju je moguće bez teškoća maksimizirati. Šire o tome vidjeti: Jensen, M. C., rad citiran pod 10, str. 11.

kako konkretno izmjeriti koliko je u maksimizaciji vrijednosti uspio. Upravo se u tim odrednicama, čini se, mora prepoznati, uvažiti i prihvatiti prikladnost koncepta maksimizacije vrijednosti kao cilja ponašanja firme ili korporacije. No, koncept maksimizacije vrijednosti ima i svoja ograničenja koja će u nastavku biti navedena i ukratko obrazložena.

3.2.1. Neodređenost prema načinu maksimizacije vrijednosti

U konceptu maksimizacije vrijednosti ništa se ne govori o tome kako ili na koje sve konkretne načine maksimalnu vrijednost ostvariti. To što koncept maksimizacije vrijednosti jasno ne razmatra pitanje kako u konkretnome poslovanju korporacije ostvariti maksimalnu vrijednost, odnosno kojim sve politikama i strategijama i operacijskim instrumentima do maksimalne vrijednosti stići, može biti, i najvjerojatnije jest, izvorom kritika, prijekora, pa i diskvalifikacija. Zato bi zagovornici koncepta maksimizacije vrijednosti morali dobronamjerno prihvatiti kritiku, osobito onu koju su uputili zagovornici i protagonisti teorije interesno utjecajnih skupina. Štoviše, morali bi se njome koristiti kao poticajem za usvajanje i primjenu, ali i za unapređenje primjene koncepta maksimizacije vrijednosti.

3.2.2. Davanje prednosti kratkom nasuprot dugome vremenskome roku

Menadžersko ponašanje rukovođeno konceptom maksimizacije vrijednosti imalo je za posljedicu forsiranje realizacije profita/vrijednosti u kratkom vremenskome razdoblju¹⁹. Povoljna izvedba u kratkome roku može se ostvariti, između ostaloga, i «rezanjem» troškova otpuštanjem radnika, «rezanjem» izdataka za istraživanje i razvitak i slično, ceteris paribus. Ovim i sličnim odlukama, čini se, može se maksimizirati vrijednost korporacije i iz nje se vlastitim dioničarima mogu isplaćivati znatne dividende ove ili slijedeće godine. No, korporacija koja postupa na opisan način sa sigurnošću mora računati na opadanje konkurencijske osposobljenosti u budućnosti, a na taj način i na ostvarivanje profita/vrijednosti koja će znatno odstupati i razlikovati se od one maksimalne. Zanemarivanje maksimizacije ukupne vrijednosti korporacije u dugom vremenskome razdoblju koje

¹⁹ O kritici isticanja preferencije menadžmenta prema profitima/vrijednosti u kratkom vremenskome razdoblju uzrokovanu brigom o maksimizaciji bogatstva za dioničare vidjeti: Hutton, W. (1997.). An Overview of Stakeholding. U: Kelly G., Kelly, D., Gamble, A. (eds), Stakeholder Capitalism. London: McMillan Press, str.4.

se pokazalo u praktičkom odlučivanju menadžmenta, osobito američkih korporacija, potrebno je, čini se, dijelom adresirati i na koncept maksimizacije vrijednosti unutar kojeg se ne pravi jasna specifikacija prednosti i nedostataka u kratkom, odnosno u dugom vremenskom razdoblju.

3.2.3. Nerazvijena komunikacija s interesno utjecajnim skupinama

Svakako je veliki propust koncepta maksimizacije vrijednosti zanemarivanje zadovoljavajuće komunikacije s legitimnim interesno utjecajnim skupinama. Naime, nije dovoljno kazati da se činom maksimizacije vrijednosti za dioničare istodobno maksimizira i vrijednost za sve ostale interesno utjecajne skupine²⁰. Inače, složene i teške probleme komunikacije potrebno je dobro razumjeti i osmisлити način kako uspostaviti kooperantske odnose između svih, a ne samo između pojedinačnih interesno utjecajnih skupina, a to zato što su upravo kooperantski odnosi važan izvor stvaranja vrijednosti i zato što ih, čini se, valja tretirati kao čimbenik maksimizacije vrijednosti.

4. Poboljšanje koncepta maksimizacije vrijednosti

Kratak prikaz prednosti i nedostataka koncepta maksimizacije vrijednosti kao cilja ponašanja firme ili korporacije, čini se, snažno sugerira potrebu poboljšanja cilja ponašanja firme ili korporacije. Razlog zbog kojeg se govori o poboljšanju koncepta maksimizacije vrijednosti kao cilja ponašanja firme ili korporacije, a ne o njezinom napuštanju i traganju za novim ciljem ponašanja, kako bi se to kod zagovornika teorije interesno utjecajnih skupina moglo zaključiti, jest taj što je vrijednost još uvijek neizbježna osnova za mjerenje obilježja menadžerske izvedbe²¹ i nema odgovarajućeg suparnika koji bi je mogao na odgovarajući način zamijeniti²².

Stavljanje težišta na maksimizaciju profita/vrijednosti u kratkom vremenskome razdoblju, kako je naprijed prikazano, vodi destrukciji vrijednosti u du-

²⁰ Ovo je smisao stajališta zagovornika i protagonista teorije vrijednosti za glavnice (shareholder value). Vidjeti, između drugih, Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1994.). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: John Wiley & Sons, Inc., str. 25-27.

²¹ Sintagma obilježja menadžerske izvedbe označuje menadžerski način rada.

²² Pojavom Balanced Scorecard koncepta, odnosno koncepta uravnoteženog mjerenja rezultata, osnivačima kojeg se smatraju Kaplan, R.S., Norton, D.P. (1992.). *The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance*. Harvard Business Review, (January-February), str. 71-79., koliko se čini, još uvijek nije ponuđena zadovoljavajuća jednodimenzionalna i jednoznačna alternativa.

gom vremenskome razdoblju, a to se ponajprije ogleda u činjenici da korporacija ostvaruje vrijednosti manje nego što bi ih objektivno mogla ostvariti. Takav je rezultat razumljivo nepoželjan i za menadžment orijentiran na vrijednost. Zato ne iznenađuje prirodna sklonost menadžmenta da taj tok događaja ne samo zaustavi, nego i da ga preokrene, a u tome mu veliku pomoć pruža kritika upućena na osnovi teorije interesno utjecajnih skupina.

Ta teorija, kako je to naprijed prikazano, ističe postojanje većega broja interesno utjecajnih skupina i legitimnost njihova interesa. Na taj način ona menadžmentu korporacije sugerira da razmišlja općenitije, odnosno da vodi računa o većem broju interesno utjecajnih skupina i o njihovim interesima, a ne pojedinačno, bolje reći, vodeći računa samo o vlasnicima dionica i o njihovom bogatstvu. Pomak prema općenitijim razmišljanjima stvara prostor za kreativnost menadžmenta u pronalaženju opcija stvaranja uvećane vrijednosti korporacije. Zbog prirode procesa osmišljavanja i realizacije uvećane vrijednosti, imperativno se nameće potreba zauzimanja dugoročne perspektive. Naime, u kratkom vremenskome razdoblju nije moguće uskladiti, na primjer, interese dioničara, s jedne strane, i zahtjeve radnika za boljim radnim okruženjem i /ili zahtjeve zajednice za nezagađenom okolinom, sa druge strane.

No, dugoročna perspektiva koja se mora uključiti u menadžersko odlučivanje nikako ne znači da će sve interesno utjecajne skupine automatski i uvijek dobiti maksimum. To se posebno odnosi na vlasnike običnih dionica, odnosno na dioničare za koje se smatra da u kratkoročnoj perspektivi moraju maksimizirati svoje bogatstvo. Kada se u obuhvat odlučivanja uključe i ostale interesno utjecajne skupine, tada se svakako mora računati s popriličnim oscilacijama u koristima, s većim ili manjim konvergencijama, ali svakako i s divergentnim kretanjima. U konačnici, čini se, sve bi te interesno utjecajne skupine unutar i izvan korporacije morale proći bolje i dobiti više.

Ako se uz kratkoročnu mora uključiti i dugoročna perspektiva, postaje jasno zašto poslovne financije govore o taksonomiji vrijednosti, ne propuštajući spomenuti i vrijednost u dugom vremenskome razdoblju. No, one to ne čine u duhu načela klasifikacije koja zahtijeva jasno, jednoznačno i usklađeno razlikovanje pojedinih vrsta i podvrsta vrijednosti²³, pa zato ne iznenađuje činjenica da se danas smatra potrebnim jasno izraziti ne samo što se pod vrijednošću firme ili korporacije podrazumijeva, nego se mora i naglasiti činjenica da se koncept maksimi-

²³ Taksonomija vrijednosti prilično dugo postoji u literaturi o poslovnim financijama. Vidjeti: Weston, J. F., Brigham, E. F. (1966.). *Managerial Finance*. New York: Holt, Rinehart and Winston, osobito poglavlje 12. U novije vrijeme stanje se nije bitno promijenilo. Između ostalih, vidjeti: Ross, S.A., Westerfield, R.W. (1988.). *Corporate finance*. St. Lewis: Times Mirror/Mosby College Publishing, osobito str. 329 i 352-355. i Orsag, S. (1997.). *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, poglavlje 1.

zacije vrijednosti ne smije rukovoditi maksimizacijom tekućih računovodstvenih profita ili maksimizacijom zarada po dionici²⁴.

Jensenov koncept tzv. osvijetljenog koncepta maksimizacije vrijednosti nameće potrebu preciznijeg određivanja maksimizacije vrijednosti kao cilja ponašanja firme ili korporacije. Pritom su osobito važni slijedeći atributi maksimizacije vrijednosti: (1) ukupnost svih financijskih oblika, a to znači ne samo vlasničke glavnice, nego i dugova i drugih financijskih oblika nad kojima vanjski agenti imaju vlasnička prava; (2) dugoročna perspektiva, koja je prije komentirana, osobito izbjegavanje situacije maksimizacije vrijednosti na račun maksimizacije vrijednosti u dugom vremenskome razdoblju i (3) zahtjevi tržišta kapitala, odnosno potreba da se vanjskim investitorima pruže prave opcije ne samo za održavanje učinkovitosti ulaganja, nego i za buduća učinkovita ulaganja. Sve te attribute, čini se, posjeduje Jensenov²⁵ cilj ponašanja korporacije iskazan kao «maksimizacija dugoročne ukupne tržišne vrijednosti firme».

Uz već prije navedene argumente u prilog cilju ponašanja korporacije u obliku maksimizacije dugoročne ukupne tržišne vrijednosti firme, je potrebno posebno istaći još dvije njezine karakteristike. Prvo, netom navedeni cilj ponašanja korporacije postavlja jasan, jednoznačan i jednodimenzionalni kriterij odlučivanja, što menadžmentu omogućuje usklađeno djelovanje. Drugo, taj cilj ponašanja korporacije rezultira ne samo čvrstim sustavom kontrole obilježja menadžerske izvedbe, nego istodobno i osnovom koja je potrebna da bi bio postavljen odgovarajući i učinkoviti sustav menadžerskog nagrađivanja.

5. Zaključak

Na osnovi navedenih odrednica može se zaključiti da teorija interesno utjecajnih skupina ne ugrožava koncept maksimizacije vrijednosti, već ona, štoviše, sukladno sa svojim odrednicama i vrednovanjima pridonosi osvjetljivanju putokaza poboljšanja koncepta maksimizacije vrijednosti. Dakle, radi se o komplementarnoj, a ne suprostavljajućoj teoriji.

Dalje, na osnovi provedene analize proizlazi jasan zaključak da se i dalje mora usvojiti i primijeniti koncept maksimizacije vrijednosti kao cilj ponašanja firme ili korporacije, zato što je vrijednost još uvijek neizbježna osnova mjerenja obilježja menadžerske izvedbe i nema odgovarajućeg «suparnika» koji bi je mogao na odgovarajući način zamijeniti. No, pritom valja poraditi i na poboljšanju

²⁴ Vidi Jensen, M.C., rad citiran pod 10, str. 16., u kojem je posebno zanimljiva činjenica da Jensen ima potrebu govoriti o osvijetljenoj maksimizaciji vrijednosti.

²⁵ Vidi: Jensen M. C., rad citiran pod 10, str. 8.

njegove primjene na osnovi kritika koje proizlaze iz teorije interesno utjecajnih skupina. U konačnici, zaključeno je da je cilj ponašanja firme ili korporacije potrebno postaviti u obliku maksimizacije dugoročne ukupne tržišne vrijednosti firme, jer se njome najpreciznije određuje koncept maksimizacije vrijednosti.

LITERATURA

1. Blair, M. (1995.). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. Washington D.C.: Brookings Institution Press.
2. Brigham, E.F., Gapenski, L.C. (1991.). *Financial Management - Theory and Practice*. Chicago: The Dryden Press.
3. Kees Cools and Mirjam van Praag (2000.). *The Value Relevance of a Single-Valued Corporate Target: An Empirical Analysis*. Dostupno od Social Science Research Network eLibrary at: <http://papers.ssrn.com/paper=244788>.
4. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1994.). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
5. Freeman, E. R. (1984.). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. London: Pittman Books Limited.
6. Friedman, L. S. (1984.). *Microeconomic Policy Analysis*. New York: McGraw-Hill Book Company.
7. Friedman M. (1992.). *Kapitalizam i sloboda*. Zagreb: Globus.
8. Hutton, W. (1997.). "An Overview of Stakeholding". U: Kelly G., Kelly, D., Gamble, A. (eds), *Stakeholder Capitalism*. London: McMillan Press.
9. Jensen, M. C. (2001.). "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function". *Journal of Applied Corporate Finance*, (14), 3: 8-21.
10. Kaplan, R.S., Norton, D.P. (1992.). "The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance". *Harvard Business Review*, January-February: 71-79.
11. Koutsoyiannis, A. (1996.). *Moderna mikroekonomika*. Zagreb: Mate.
12. Marris, R. (1963.). "A Model of Managerial Enterprise". *Quarterly Journal of Economics*, (77), 2: 352-370.
13. Neely, A., Najjar, M. A. (2006.). "Management Learning Not Management Control: The True Role of Performance Measurement?". *California Management Review*, (48), 3: 101-114.

14. Nicholson, W. (1985.). *Microeconomic Theory: Basic Principles and Extensions*. Chicago: The Dryden Press.
15. Orsag, S. (1997.). *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest.
16. *Principles of Stakeholder Management: The Clarkson Principles*. The Clarkson Centre for Business Ethics. (1999.). Joseph L. Rotman School of Management, University of Toronto, Canada.
17. Ross, S.A., Westerfield, R.W. (1988.). *Corporate finance*. St. Lewis: Times Mirror/Mosby College Publishing.
18. Santini, I. (2001.). *Istraživanje pretpostavki primjene Shareholder value koncepcije u gospodarstvu Republike Hrvatske*. Zagreb: Ekonomski fakultet. Magistarski rad.
19. Sisek, B. (2004.). ESOP i ekonomska demokracija. U: Tipurić, D. (ur.), *ESOP i hrvatsko poduzeće*. Zagreb: Sinergija, str. 95-127.
20. Sternberg, E. (1996.). "Stakeholder Theory Exposed". U: *The Corporate Governance Quarterly* 2, (1), i (1999.). *The Stakeholder Concept: A Mistaken Doctrine*. London: Foundation for Business Responsibilities, Issue Paper No 4, November. Dostupno od Social Science Research Network eLibrary at: <http://papers.ssrn.com/paper=263144>.
21. Tipurić, D. (2006.). *Nadzorni odbor i korporativno upravljanje*. Zagreb: Sinergija.
22. Weston, J. F., Brigham, E. F. (1966.). *Managerial Finance*. New York: Holt, Rinehart and Winston.

DOES THE STAKEHOLDER THEORY ENDANGER PREFERENCE OF VALUE MAXIMIZATION CONCEPT AS CORPORATE OBJECTIVE FUNCTION

Summary

For quite a while, there is a certain discontent of scientists, who are occupied with the process of managing corporations, with corporate objective functions that are accepted by the economic theory in general and by the corporate finance in particular. According to this, the purpose of this article is to reconsider, in a well argued manner, adequacy, actuality and relevance of the value maximization concept as the corporate objective function on the basis of the stakeholder theory criticism. First of all, determinants and valuation of the stakeholder theory are in the focus of the observation with the aim to determine messages that named theory proclaims, and second, advantages and disadvantages of the value maximization concept are in the focus of observation with the aim to determine possibility that named concept is able to rival the criticism that originates with the stakeholder theory.

On the basis of executed analysis, it was explicitly concluded that value maximization concept must be implemented in the future as the corporate objective function, since the value is still relevant base for measuring management performance and there is no adequate «competitor» that could replace it. However, in this matter, it must be improved on the basis of stakeholder theory criticism. On the other hand, the stakeholder theory should drop its own proclaimed orientation and work some more in the sense of making efforts in the attempt that its good thoughts, suggestions and proposals put in the form of some clear and one-mean determined objective function. When all is said and done, it was concluded that corporate objective function must be determined in the form of maximization of the long-term market value of the firm, since this form more precisely determines value maximization concept.

Key words: Stakeholder theory, Value Maximization Concept, Corporate Objective Function, Extra Value Principle, Maximization of total market value of the firm