

Prof. dr. sc. Ivan Santini

NEKE ODREDNICE INTERNOG TRŽIŠTA KAPITALA

SOME DETERMINANTS OF INTERNAL CAPITAL MARKET

SAŽETAK: Ekonomski koncepti učinkovitosti tvrtki koji su uvjetovali značajan pa i grandiozan rast na određenom stupnju rasta i razvoja, doveli su do multidivizionalnog organizacijskog ustroja te etabliranja institucije internog tržišta kapitala. Mnoštvo je njezinih odrednica, od kojih smo samo neke predstavili i ponešto elaborirali, koje je ispravno sagleda(va)ti na podlozi postignuća različitih teorija tvrtki. Iako je internom tržištu kapitala imanentno mnoštvo problema, uključujući i agencijske probleme, ono je veoma važno ne samo u spoznajnom nego i u aplikativnom pogledu. U spoznajnom zato što bi mogao predstavljati dovoljno dobru teoriju rasta velike tvrtke, a u aplikativnom zato što može poslužiti alatom pomoću kojeg vrhunski menadžment može maksimirati vrijednost tvrtke koju vodi i kojom upravlja u promjenjivoj i nepredvidivoj ekonomskoj okolini.

KLJUČNE RIJEČI: ekonomija razmjera, krivulja iskustva, ekonomika obuhvata, veličina internog tržišta kapitala, obuhvat internog tržišta kapitala.

ABSTRACT: Economic concepts of company efficiency that caused significant, even huge growth, at a certain level of growth and development, led to multidivisional organizational structure and to establishing the institution of internal capital market. It has many determinants, we presented and elaborated only some of them that are to be seen against the background of achievements of different theories. Even though the internal capital market has many problems, including agency problems, it is very important not only in the cognitive, but also in the applicative sense. In the cognitive sense, because it could present a good growth theory of a big company, in the applicative sense because it can be done with the tools that help top management maximize the value of the company that it runs and manages in a changeable and unpredictable economic environment.

KEY WORDS: economy of scale, curve of experience, economics of volume, size of internal capital market, volume of internal capital market

1. UVOD

Poduža sintagma interno tržište kapitala ima već polustoljetnu tradiciju, ali je tek s A. Alchianom (1969.) i O. Williamsonom (1975., 1985.) zadobila ozbiljan tretman. U znanstvenoj literaturi postala je poznata kao hipoteza internog tržišta kapitala. U nas se, međutim, prvo spominjanje alokacije kapitala u okviru interne ekonomije vezuje uz V. Belaka (1994., 1995.). Budući da je interno tržište kapitala iznimno važno za internu ekonomiju tvrtke, osobito u dugom razdoblju u kojem domicilne tvrtke nastoje ostvarivati rast i razvoj, prijeko je potrebno, držimo, posvetiti mu daleko više pozornosti.

Interno tržište kapitala nije nastalo po načelu *deus ex machina* već se pojavilo i razvijalo na određenom stupnju kompleksnosti tvrtki koje djeluju u promjenljivoj i nepredvidivoj poslovnoj okolini. Cilj je ovog rada ukazati na mikroekonomske pojave i procese (ekonomiju razmjera, krivulju učenja, ekonomiju obuhvata) čiji su ekonomski učinci doveli do potrebe izgradnje mehanizma interne alokacije kapitala unutar tvrtke odnosno do etabliranja instituta internog tržišta kapitala.

2. EKONOMIJA RAZMJERA

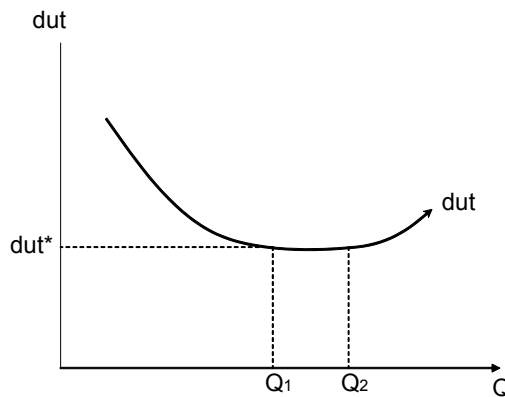
Mikroekonomski pristup dugoročnim prosječnim ukupnim troškovima (*dut*) govori o kretanju *dut* u ovisnosti o veličini postrojenja u kojima se proizvode neki partikularni proizvodi. Na slici 1 prikazana je tipična krivulja *dut*. Do količine proizvodnje Q_1 *dut* opada, što znači da se ostvaruje ekonomija razmjera. Tvrtki se, drugim riječima, danu količinu proizvoda isplati proizvoditi u relativno većoj tvornici (pogonu, postrojenju). U intervalu proizvodnje od Q_1 do Q_2 jedinica proizvoda, tvrtka je indiferentna prema veličini postrojenja budući da bilo koja veličina postrojenja daje proizvode uz iste, minimalne troškove (*dut**). Ova se pojava naziva konstantna ekonomija razmjera. Za proizvodnju veću od Q_2 , međutim, indiferentnost prema veličini tvornice odnosno postrojenju više ne postoji. Ukoliko bi tvrtka odlučila proizvoditi datu količinu proizvoda u još većem postrojenju od onog u kojem je dosad proizvodila, *dut* bi, kako je iz slike 1 vidljivo, porasli i pojavila bi se diseconomija razmjera. Ona se objašnjava problemima organizacije, informacija, koordinacije i kontrole. Ovdje ju, međutim, možemo jednostavno zanemariti.

U dugoročnoj ravnoteži vrijedi da se *dut* izjednačuje s prodajnom cijenom (*p*), što znači da tvrtke ostvaruju samo normalni profit. Ako je to tako, tada interval proizvodnje Q_1 - Q_2 ima osobito značenje. On, naime, govori o tome koliki je raspon minimalne učinkovitosti razmjera odnosno veličine postrojenja i služi kao orijentir u procjeni stanja kapaciteta neke industrije¹. Sve tvrtke, odatle, koje ne posluju na razini minimalne učinkovitosti

¹ Primjerice, ako tržišna cijena podržava prodaju milijun jedinica nekog proizvoda, a minimalna učinkovitost razmjera iznosi 250 000 jedinica proizvoda, tada tržište može podržati svega četiri tvrtke s optimalnom veličinom postrojenja. Kapaciteti ostalih egzistentnih tvrtki u industriji s *dut* > *dut**, predstavljat će višak kapaciteta predmetne industrije. Inače, procjene minimalne učinkovitosti razmjera za različite industrije može se naći u W. Shepherd (1997): "The Economics of industrial organization", Prentice-Hall, New Jersey.

(dut^*), bit će troškovno neučinkovite i kad-tad, ukoliko ništa ne poduzmu, morat će predmetnu industriju napustiti.

Slika 1: Tipična krivulja dugoročnih prosječnih ukupnih troškova



U suprotnom slučaju, tj. ako je važeća tržišna cijena iznad dut^* , tvrtka koja uvažava načelo ekonomije razmjera imat će prednost, što će se ponajprije ogledati u ostvarivanju uvećanog profita. Uvećani profiti, uz pretpostavku razumne i nepromijenjene politike dividendi², vodit će, via neizmijenjene stope zadržanog profita, generiranju internih fondova kapitala, a oni predstavljaju snagu per se. Tvrtka s troškovnom prednosti, razumije se, može procijeniti da joj je bolje žrtvovati dio po dio ekstra profit sve dotle dok ne stigne na razinu normalnog profita, a za uzvrat ostvariti korist koja će se manifestirati u porastu njezine tržišne snage³, dakako uz uvjet da nema pridošlica, ceteris paribus. I ovaj scenarij, ako potraje dovoljno dugo, također će rezultirati uvećanim profitima i, uz prethodne pretpostavke, iznova će rezultirati intenzivnijim punjenjem internih fondova kapitala. Prema tome, bilo kako bilo, učinci ekonomije razmjera omogućuju tvrtkama stvaranje relativno izdašnijih internih fondova kapitala i time značajno pridonose jačanju njihove financijske snage per se.

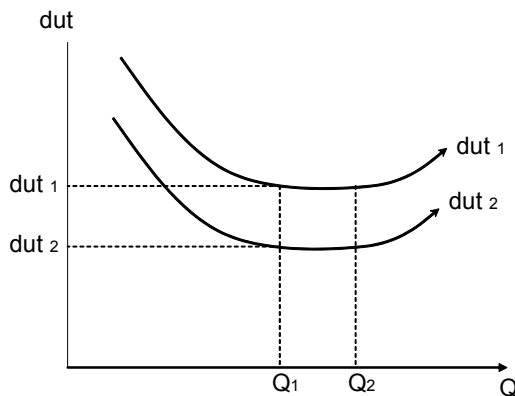
² U zadnje se vrijeme tvrdi da uslužna teorija isplata dividendi djeluje u pravcu stabiliziranja tvrtkine financijske situacije. O tome vidjeti: M. Baker and J. Wurgler (2004.): "A Catering theory of dividends", *The Journal of Finance*, vol 59, no 3, June, str.1125-1165.

³ Ova je problematika duboko i detaljno obrađena u području dugoročnog određivanja cijena koje svoje postojanje zahvaljuje Bain-Mason-ovoj S-C-P paradigmi. Za dobar uvod vidjeti: H. C. Peterson, W.C. Lewis (1990): "Managerial Economics", Macmillan, New York, gl.12. Potrebu da se S-C-P paradigma mijenja uvjerljivo je obrazložio M. E. Porter (1981): "The Contributions of industrial organization to strategic management", *Academy of Management Review*, vol. 6, no 4, str.609-620. O odnosu teorije i igara i dugoročnog određivanja cijena vidjeti u: W. F. Samuelson, S. G. Marks (2006): "Managerial Economics", John Wiley & Sons, Inc., New York, gl. 13.

3. KRIVULJA UČENJA I KRIVULJA ISKUSTVA

Koncept ekonomije razmjera, međutim, odnosi se na fizički kapital i njegovu promjenu. U duhu mikroekonomske teorije, ljudski je kapital taj drugi prijeko potreban proizvodni faktor jednostavno pridružen fizičkom kapitalu i, čini se, igra samo jednu jedinu ulogu koja se ogleda u tome da animira fizički kapital. O njemu se stječe dojam kao o nečem što je "nužno zlo", što je najbolje zamijeniti nečim preciznijim i pouzdanijim kao što su roboti. Mada je ta predodžba vodila i stvorila mnogo toga ekonomski učinkovitog, ona je pogrešna čak i za industrijske uvjete proizvodnje. Ljudskom je kapitalu, naime, svojstveno učenje, osobito ono učenje koje se realizira radom. Jedan empirijski utemeljen koncept, daleko od matice vladajuće neoklasične ekonomske paradigme, koncept krivulje učenja, pokazivao je i dokazivao hipotezu po kojoj proizlazi da radnik nije pasivan već aktivno doprinosi povećanoj učinkovitosti kad ponavlja radne operacije koje su mu asignirane. Po konceptu krivulje učenja, drugim riječima, proizlazi da svako udvostručenje kumulativne proizvodnje u nekoj tvornici (postrojenju, pogonu) u kojoj se proizvodi homogeni proizvod, zbog djelotvornijeg izvršenja radnih operacija, rezultira sniženjem prosječnih ukupnih troškova za određeni postotak, općepoznat kao postotak usavršavanja. Koncept krivulje učenja bio je toliko poticajan da ga je Bostonska konzultantska grupa generalizirala u formi krivulje iskustva koja pokazuje inverzni odnos između prosječnih ukupnih troškova tvrtke, dakle ne samo prosječnih troškova rada, i kumulativne proizvodnje nekog partikularnog proizvoda⁴. Ovdje će, međutim, dostajati samo krivulja učenja (du_2) kako bismo je komparirali s krivuljom rastuće ekonomije razmjera (du_1). Pogledajmo grafičku ilustraciju!

Slika 2: Komparacija učinka rastuće ekonomije razmjera i učinka krivulje učenja



⁴ O krivulji iskustva, te o učincima odluke da tvrtka adoptira strategiju slijedenja krivulje iskustva, vidjeti D. Tipurić (1994): "Krivulja iskustva", *Ekonomski analitičar* br. 5, TEB, Zagreb, str. 3-11. Institut za strateška istraživanja u SAD-u inicirao je 1972. godine istraživanje kojim su se htjeli saznati utjecaji ključnih dimenzija strategije na profitabilnost i rast tvrtki unutar kojih se nalazi i krivulja iskustva. O njihovim nalazima vidjeti: R. D. Buzzell, B. T. Gale (1987): "The PIMS principles: linking strategy to performance", The Free Press, New York.

Zato što se izvršitelji radnih operacija unutar dane tvornice tijekom vremena ponavljanjem radnih operacija permanentno usavršavaju, nakon udvostručenja proizvodnje u stanju su jedinica proizvoda proizvoditi sve više skraćujući vrijeme potrebno za njihovu proizvodnju. Niži utrošak vremena, ceteris paribus, transformira se u niže troškove radne snage po jedinici proizvoda. Učinak sniženja troškova zbog učenja je na slici 2 prikazan pomakom krivulje dut_1 na položaj dut_2 . Odatle je razvidno da se učinak usavršavanja realizira neovisno o tome u kojoj se veličine tvornice odnosno postrojenja radi, što se neprijeporno vidi iz činjenice da za svaku količinu proizvodnje vrijedi: $dut_1 > dut_2$. Prema tome, bilo koja tvrtka u industriji može koristiti učinak sniženja troškova putem usavršavanja izvršnih djelatnika i nije nužno povezano s učinkom ekonomije razmjera.

Pretpostavimo neku tvrtku koja je izgradila veličinu postrojenja u kojemu se proizvodi Q_1 jedinica proizvoda uz troškove ekvivalentne dužini $0dut_1$. Nema nikakve dvojbe o tome da je ona, temeljem te činjenice, ostvarila sve učinke ekonomije razmjera. Pri razini proizvodnje Q_1 , međutim, zato što je tvrtka osigurala uvjete za realizaciju usavršavanja uposlenih djelatnika, količinu proizvodnje Q_1 tvrtka proizvodi jeftinije, tj. ostvaruje troškovnu prednost, što se izražava vertikalnom diferencijom $dut_1 - dut_1^5$. Pretpostavimo da je tržište u ravnoteži, tj. da je $dut_1 = p$. Pri ravnotežnoj cijeni, promatrana će tvrtka ostvariti ekstra profit upravo u visini netom utvrđene diferencije, ceteris paribus. Uz pretpostavku da se može odlučiti čitavu masu ekstra profita zadržati unutar tvrtke, plauzibilno je da će tvrtka dodatno puniti vlastite odnosno interne fondove financijskog kapitala. Učinak usavršavanja, prema tome, nedvojbeno i neprijeporno doprinosi osnaženju njezine financijske snage i uopće ne iznenađuje da je tvrtka izravno motivirana iskoristiti učinke koje postiže realizacijom učenja zaposlenika.

4. EKONOMIJA OBUHVATA

Dok se ekonomija razmjera odnosi na sniženje prosječnih ukupnih troškova (dut) nastalo zbog povećanja količine proizvodnje kad su svi proizvodni faktori varijabilnog karaktera, dotle se ekonomija obuhvata javlja pri promjeni miksa proizvoda na taj način da tvrtka izabрани miks proizvoda proizvodi uz niže troškove odnosno da ona temeljem tog miksa proizvoda ostvaruje troškovne prednosti⁶. Uz pretpostavku da tvrtka proizvodi samo dva proizvoda, čije ćemo količine označiti Q_1 i Q_2 , ekonomiju obuhvata (EO) utvrđujemo uporabom sljedećeg obrasca:

⁵ Kad se troškovna ušteda iskaže relativno, tada se za kemijsku industriju učinak usavršavanja kreće u intervalu od 20 do 30% prosječnih ukupnih troškova. Za razliku od učinka usavršavanja, učinak ekonomije razmjera za istu industriju procjenjuje se na 11% prosječnih ukupnih troškova. Navedeno prema: M. B. Lieberman (1984.): "The learning curve and pricing in the chemical processing industries", *Rand Journal of Economics* (summer), str. 213-228.

⁶ Pretpostavka po kojoj tvrtka proizvodi samo jedan proizvod korisna je za mnoge svrhe, uključujući i spomenuti učinak ekonomije razmjera, ali je nerealistična. Tvrtke su multiproizvodne par excellence. Tradicionalni primjeri ekonomije obuhvata jesu: zajednička proizvoda (s čvrstom i s varijabilnom proporcijom) i proizvodnja nusproizvoda. Šljaka i čelik su zajednički proizvodi, ali uporaba čelika može rezultirati alternativnim proizvodima. Vidi: J. Dean (1954.): "Managerial Economics", Prentice-Hall, Inc., New York, str. 317.

$$EO = \frac{T(Q_1) + T(Q_2) - T(Q_1, Q_2)}{T(Q_1) + T(Q_2)}$$

pri čemu $T(Q_1)$ označuje samostalne troškove proizvodnje prvog proizvoda, $T(Q_2)$ označuje samostalne troškove proizvodnje drugog proizvoda, a $T(Q_1, Q_2)$ označuje zajedničke troškove proizvodnje obaju proizvoda. Neka su troškovi proizvodnje prvog proizvoda 25 kuna, a drugog 15 kuna i neka su troškovi simultane proizvodnje obaju proizvoda 36 kuna, tada prema prethodnom obrascu dobivamo koeficijent 0,1 ili 10%. Budući da je $EO > 0$, zaključujemo da se radi o rastućoj ekonomiji obuhvata. Tvrtka bi, drugim riječima, simultanu proizvodnju obaju proizvoda proizvodila uz niže troškove za 10%. U slučaju da je $EO < 0$, radilo bi se o opadajućoj ekonomiji obuhvata odnosno o disekonomiji obuhvata. Neutralni slučaj nastupa kada je $EO = 0$. On pokazuje da ekonomija obuhvata ne egzistira odnosno da su troškovi jednaki neovisno o tome realizira li se proizvodnja promatranih proizvoda samostalno, čak i u odvojenim tvrtkama, ili se, pak, proizvode unutar iste tvrtke. Ovo, razumije se, nije jedini način utvrđivanja postojanja ili nepostojanja ekonomije obuhvata⁷.

Već je Dean (1954., str. 319) skrenuo pozornost na kontralabilnost miksa proizvoda i naglašavao činjenicu da menadžment posjeduje veću ili manju diskreciju u determiniranju proporcija unutar miksa proizvoda. Još ranije, Hicks⁸ je eksplicitno napisao kako dodatak novog proizvoda postojećima iziskuje tek neznatnu upotrebu menadžerskog resursa tvrtke i time tvrtka može povećati vlastitu profitabilnost. Prema tome, duga je povijest ukazivanja na ekonomiju obuhvata, te naglašavanja kako ona predstavlja značajno vrelište povećanja učinkovitosti tvrtke. Danas, međutim, kad je ekonomija obuhvata detaljnije proučena, može se govoriti bar o tri skupine razloga zašto ekonomija obuhvata doprinosi povećanju profitabilnosti tvrtke. Prva se skupina razloga nalazi na strani potražnje. Druga skupina razloga proizlazi iz sfere proizvodnje i troškova, a treću skupinu razloga možemo jednostavno nazvati financijski razlozi.

Kad se tvrtka već nalazi na tržištu, tada joj je sasvim jasno da kupci žele diferencirane proizvode, kao što je to slučaj u automobilskoj industriji. Postojanje više tipova i guste linije proizvoda omogućuje menadžmentu da vodi koordiniranu cjenovnu politiku koja uključuje i cjenovnu diskriminaciju. Veoma blizu cjenovnoj diskriminaciji je i pomisao da bi se mogla voditi cjenovna politika koja bi imala za posljedicu podizanja barijera ulaska onim tvrtkama koje bi željele participirati u ekstraprofitima industrije. Bilo da se radi o cjenovnoj diskriminaciji ili, pak, o ograničenju ulaska, menadžment vodi strategiju cijena koja njihovoj tvrtki omogućuje stjecanje monopolske snage. Dodaju li se novi proizvodi postojećima na neki kreativan način, menadžment vrši poluženje monopolske snage što predstavlja pozitivni učinak ekonomije obuhvata čak i u slučaju kad bi ti novi proizvodi uvjetovali disekonomiju obuhvata po troškovnom kriteriju.

Za razliku od spomenutih i donekle elaboriranih razloga opravdanosti slijeđenja ekonomije obuhvata, financijski su razlozi ponešto upitni. Razlog tome su stavovi bazične teorije financija tvrtke koja u diversifikaciji i širem rasponu proizvoda ne vide čak ni mogućnost smanjenja rizika tvrtke budući da su dioničari već ranije proveli učinkovitu diverzi-

⁷ Učinak ekonomije obuhvata može se izvesti pomoću krivulje proizvodnih mogućnosti (odnosno krivulje transformacije) tvrtke, te izoprihodne crte. Vidjeti: A. Koutsoyiannis (1996.): "Moderna mikroekonomika", prijevod Mate, Zagreb, str. 99-103.

⁸ Vidi: J. R. Hicks (1935.): "Annual Survey of Economic Theory- Monopoly", *Econometrica*, 3, 1-20.

fikaciju⁹. Međutim, kad se uzme u obzir više realnih faktora (menadžerska diskrecija, porezi, asimetričnost informacija itd.), predodžba o neutralnosti ekonomije obuhvata na vrijednost tvrtke otpočinje blijediti, pa i urušavati se¹⁰. Ne ulazeći u to da diverzifikacija, primjerice, može imati stanovite porezne učinke, osvrnimo se samo na potrebu vremenskog ujednačavanja isplata dividendi. Tvrtki će, naime, biti lakše slijediti ujednačenost isplata dividendi ukoliko bi bila više, a ne manje diverzificirana ako ni iz jednog drugog razloga, onda zbog lakšeg operativnog djelovanja kad tvrtka raspolaže obilnijim novčanim tokovima. Ujednačenost isplata dividendi, omogućit će, uz ino, menadžmentu tvrtke ostvarivanje bar dosadašnjih stopa zadržanih zarada, a one su, kako smo to višekratno isticali, izvor njezine financijske snage, a time i respektabilnosti i to ne samo od strane eksternog tržišta kapitala.

Navedeni razlozi zbog kojih tvrtke trebaju težiti ostvarivanju ekonomije obuhvata, iziskuju odgovarajuće znanje i vještine. Ljudski je kapital, odatle, *conditio sine qua non* ne samo održanja, nego i presudan čimbenik održivog rasta i razvoja tvrtke. Da ne bismo bili suviše općeniti, u duhu mikroekonomske teorije, ljudski kapital tvrtke reducirajmo na inovacije, ali i invenciju¹¹. Kad se govori o ekonomiji obuhvata, tada inovacije treba strukturirati ne misleći pri tome da je to rigidna struktura kojoj nije svojstven odgovarajući stupanj fleksibilnosti. Na jednoj strani, strani potražnje, imamo inovaciju proizvoda, a na drugoj strani, strani ponude, imamo tehničke inovacije odnosno inovacije procesa. Ovdje se nipošto ne smije zaboraviti ni fenomen difuzije, kako proizvoda tako i procesa (tehnika). Kod velikih tvrtki, izraženo složenije, susrećemo se na jednoj strani s matricama proizvodi-tržišta, a na drugoj strani s tehnologijskim matricama. Budući da inovacijama prethodi invencija, logično je da tvrtke moraju uspostaviti sustav istraživanja i uopće ne iznenađuje pojava zasebnih segmenata unutar tvrtke što se naziva istraživanje i razvoj¹². Upravo od osposobljenosti i učinkovitosti funkcioniranja ovog segmenta tvrtke, presudno zavise sve relevantne dimenzije (tržišna, tehnička, profitabilnost itd.) ekonomije obuhvata, te determiniraju nepravocrtni (fraktalni) održivi rast i razvoj tvrtke koji se na površini prepoznaje kao kompleksnost ekonomije obuhvata.

⁹ Tek primjerice vidjeti: S. A. Ross, R. Westerfield, and J. F. Jaffe (1996.): "Corporate Finance", Irwin, Chicago, gl. 15. Razlog takvom stanju, po našem mišljenju, nalazi se u činjenici da do danas još uvijek nije osporena Miller-Modigliani teorija iako se većina njezinih sljedbenika slaže kako joj mnoštvo empirijskih činjenica značajno proturječi.

¹⁰ Kad se umjesto o instrumentima financiranja, primjerice, bude govorilo o upravnim strukturama financiranja, tada će mikroanalitika na površinu izbaciti mnoštvo potankosti i problema koje će financijski menadžer tvrtke rješavati i stvarno ih rješava. Za dobar početak u ovu problematiku vidjeti: O. E. Williamson (1988.): "Corporate Finance and Corporate Governance", *The Journal of Finance*, vol. 43, no 3, July, str. 567-591.

¹¹ Mikroekonomska obrada inovacije, shvaćene kao tržišno efektuirane invencije, u prikladnoj se formi može naći u: E. Mansfield (1988.): "Microeconomic Theory and Applications", W.W. Norton & Company, New York.

¹² O toj iznimno važnoj i iznimno složenoj problematici vidjeti: W. L. Miller, L. Morris (1999.): "Fourth Generation R&D: Managing Knowledge, Technology and Innovation", New York; F. P. Boer (1999.): "The Valuation of Technology. Business and Financial Issues in R&D", New York.

5. INTERNO TRŽIŠTE KAPITALA

Netom predstavljani koncepti ekonomske učinkovitosti, iako različitim intenzitetom, vodili su stvaranju respektabilne financijske snage velike tvrtke. Ako je velika tvrtka adoptirala M-formu organizacijskog ustroja, a često jest¹³, tada je ona preko institucije internog tržišta kapitala učinkovito rješavala vlastite alokativne probleme. Interno tržište kapitala na taj način postaje najvažnijim operativnim mehanizmom pomoću kojeg vršni menadžment realizira maksimiranje vrijednosti velike tvrtke¹⁴.

5.1. Veličina internog tržišta kapitala

Standardni pokazatelji bilo kojeg tržišta, pa prema tome i internog tržišta kapitala, svode se na određivanje predmeta trgovanja, potražnje za tim predmetom te ponude odnosa predmeta trgovanja. Na internom tržištu kapitala predmet trgovanja je kapital, univerzalna roba, iza koje stoje projekti kojima tvrtka osigurava postojeće ekonomsko stanje, povećava ekonomsku učinkovitost te osigurava vlastiti rast i razvoj. Prvu skupinu projekata nazovimo projektima zamjene. Zamjena ekonomski i/ili fizički istrošene instalirane proizvodne opreme dobar je ilustrativni primjer. Naziv druge skupine projekata neka glasi: projekti porasta učinkovitosti. Ranija razmatrana ekonomija razmjera koju tvrtke nastoje ostvariti, bila bi dobar ilustrativni primjer ovog tipa projekta. Treću skupinu projekata nazovimo projektima rasta. Uvođenje novog proizvoda predstavlja prikladan ilustrativni primjer.

Broj svih navedenih projekata oznaka su veličine internog tržišta kapitala. Što je broj projekata veći, istodobno će biti veće i interno tržište kapitala. Sve velike tvrtke, razumije se, za sigurno ne mogu imati jednaki broj projekata, a niti jednaku njihovu strukturu, tako da na nejednaku veličinu internog tržišta kapitala moramo gledati kao pravilo, a ne kao izuzetak.

Ako se fokusiramo na unutrašnjost velike tvrtke koja je usvojila M-formu organizacijskog ustroja, tada se kao indikator veličine internog tržišta kapitala može uzeti broj poslovnih jedinica koje temeljem kandidiranih projekata traže kapital. Što je broj poslovnih jedinica veći, očekuje se da će biti veće i interno tržište kapitala. Veći broj poslovnih jedinica indicira na viši stupanj konkurencije na internom tržištu kapitala. Zasebna determinanta veličine internog tržišta kapitala svakako je i stupanj povezanosti među projektima tako da se predloženi projekt, primjerice, može pojaviti kao samostalni, ali i kao zajednički projekt dviju i više poslovnih jedinica. Zajednički projekti vrlo su vjerojatan izvor sinergije unutar velike tvrtke. Kako okrupnjavanje ima snagu per se, ono će najvjerojatnije djelovati u pravcu obeshrabrivanja konkurencije na internom tržištu kapitala.

¹³ Prednost M-forme organizacijskog ustroja Williamson (1975., str. 150) objašnjava na sljedeći način: "Organizacija i operacije velikog poduzeća uzduž linija M-forme pogoduju ostvarivanja ciljeva te ponašanju po kriteriju minimalnih troškova najviše nalik hipotezi neoklasičnog maksimiranja profita nego što to čini U-forma, organizacijska alternativa". Kako su američke velike tvrtke usvajale M-formu organizacijskog ustroja, vidjeti u: A. D. Chandler, Jr. (1966., 1990.).

¹⁴ Ova nas ciljna funkcija ponašanja tvrtke u potpunosti zadovoljava. No, postoje njezini oponenti, osobito od strane teorije interesno utjecajnih skupina. Zašto maksimiranje vrijednosti kao ciljna funkcija ponašanja tvrtke još uvijek pokazuje superiorne karakteristike, vidjeti u: Ivona Santini (2007.): "Ugrožava li teorija interesno utjecajnih skupina primat koncepta maksimizacije vrijednosti kao cilja ponašanja firme", *Ekonomski pregled*, 58, str. 328-345.

Broj projekata koje poslovne jedinice unutar velike tvrtke kandidiraju za financiranje na internom tržištu kapitala, pruža tek dojam o njegovoj veličini. Međutim, ako se broj projekata sagleda na podlozi veličine kapitala koje za te projekte treba angažirati, a to se postiže sumiranjem pojedinačnih svota kapitala, saznat će se svota ukupne mase kapitala potrebne za sve kandidirane projekte. Upravo ta ukupna svota kapitala istodobno pokazuje i veličinu internog tržišta kapitala.

Temeljem informacija o broju projekata, o broju poslovnih jedinica koje kandidiraju projekte te o veličini svote ukupnog kapitala, stječe se dovoljno dobra predodžba o tome kolika je veličina internog tržišta kapitala. No, ne smije se zaboraviti da sve navedene odrednice veličine internog tržišta kapitala nemaju istosmjerni učinak, a niti ne djeluju jednakim intenzitetom.

Alternativni način stjecanja predodžbe o veličini internog tržišta kapitala jest praćenje mase kapitala koja na njega pritječe. Na interno tržište kapitala ponajprije pritječe novac iz amortizacijskih fondova, a zatim novac koji ostaje tvrtki iz zadržanih profita. Važnost ovog potonjeg izvora, zadržanog profita, ne može se dovoljno naglasiti¹⁵. Kako oba izvora predstavljaju najznačajnije izvore samofinanciranja¹⁶, interno tržište kapitala na koje bi dolazili samo ti izvori, valjalo bi zvati samofinancirajuće interno tržište kapitala i srž je pregovaračkih prednosti vršnog menadžmenta oko dobave eksternih izvora financiranja.

Jedan relevantan izvor eksterni izvor kapitala svakako je dug (obveznice, bankovni krediti i dr.). Drugi, kvalitativno različiti izvor kapitala predstavlja povećanje glavnice tvrtke neovisno o tome realizira li se njezino povećanje putem običnih ili putem preferencijalnih dionica. Veličina kapitala koja pritječe na interno tržište kapitala kontingentna je i, odatle, neprikladna za optimiziranje. U tim uvjetima politika zaduživanja¹⁷ postaje iznimno važan faktor veličine internog tržišta kapitala. Za razliku od samofinancirajućeg internog tržišta kapitala, interno tržište kapitala na koje pritječe i eksterni kapital, možemo nazvati poluženo interno tržište kapitala.

Velike tvrtke koje su prihvatile M-formu organizacijskog ustroja, imaju veći broj poslovnih jedinica. Uz pretpostavku da te poslovne jedinice imaju status profit-centara¹⁸,

¹⁵ Povijesna istraživanja financiranja američkih velikih tvrtki potvrdila su hipotezu kako je financiranje zadržanim profitima najznačajniji izvor financiranja. Vidi: W. Lazonick (1992.): "Controlling the Market for Corporate Control. The Historical Significance of Managerial Capitalism", *Industrial and Corporate Change*, 1 (3), 445-488. Također vidjeti: M. C. Jensen (1994.): "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48, (3) July, 831-880.

¹⁶ Za dobar uvid u položaj i vrste samofinanciranja, vidjeti. S. Orsag (2003.): "Vrijednosni papiri", Revicon, d.o.o., Sarajevo, gl. 11.

¹⁷ O različitim teorijama zaduživanja, te o potrebi dinamičkog pristupa zaduživanju, vidjeti: C. A. Hennessy and T. M. Whited (2005.): "Debt Dynamics", *Journal of Finance*, vol. 60, no 3, June, str. 1129-1165.

¹⁸ Ideja profit-centara implicira quasi autonomnost poslovnih jedinica unutar tvrtke kao cjeline te njezinu izravnu odgovornost za kontribuciju profita tvrtke u cjelini. Profit-centri pokazali su se učinkovitim mehanizmom u velikim tvrtkama koje su prihvatile M-formu organizacijskog ustroja. To svoje postignuće, smatramo, ponajprije duguju svojim fundamentima koji su izgrađeni na suvremenoj ideji koja se najkraće izražava zahtjevom uvažavanja međudjelovanja okoline i tvrtke što se, *mutatis mutandis*, prenosi na zahtjev uvažavanja interakcije okoline i poslovne jedinice koja je prožeta utjecajem hijerarhije. Više potankosti o profit-centrima, njihovoj ulozi, značenju, upotrebi i dr. može se naći u: R. W. Hilton (2002.): "Managerial Accounting. Creating Value in a Dynamic Business Environment", McGraw-Hill, Irwin, New York, gl. 12 i gl 13.. Također vidjeti Belak (1995., gl. 9).

vlastitim amortizacijskim fondovima te vlastitim alikvotnim zadržanim zaradama, doprinose "upumpavanju" tijekomova novca u bazen internog tržišta kapitala. Veličina tih novčanih tijekomova bit će veća ukoliko poslovne jedinice profitabilnije (zanemarimo tzv. interne gubitake) posluju, a samim tim bit će veće i interno tržište kapitala koje sad, iz perspektive profit-centara, pruža bogatiju predodžbu ne samo o njegovoj veličini nego i o intenzitetu pojedinih doprinosa "punjenju" onom najvažnijem internom tržištu kapitala koje smo nazvali samofinancirajuće interno tržište kapitala.

Protekla izlaganja jasno vode zaključku kako je veoma teško odgovoriti na pitanje koliko je veliko interno tržište kapitala. Razlog tome leži u činjenici što ne postoji jedinstveno mjerilo veličine internog tržišta kapitala. Neki će pogled usmjeriti na onu njegovu stranu koja govori o (razumnoj) potrebi za kapitalom, a drugi će preferirati njegovu ponudbenu stranu. Postojat će, razumije se, i oni koji će dvije strane internog tržišta kapitala nastojati zajedničkim atributima procjenjivati u smislu: rastuće-opadajuće ili pak nezasićeno-zasićeno. Razvidno je, odatle, da će se morati uložiti još puno vremena, napora i novca da bi se moglo preciznije i pouzdanije govoriti o veličini internog tržišta kapitala te, nota bene, neprijeporno važne institucije velike tvrtke koja je adoptirala M-formu organizacijskog ustroja.

5.2. Obuhvat internog tržišta kapitala

Kad smo govorili o ekonomiji obuhvata, tada smo spomenuli tri skupine razloga koji dovode do ekonomije obuhvata: (1) razlozi na strani potražnje, (2) razlozi na strani proizvodnje i troškova te (3) financijski razlozi. Podužu sintagmu "obuhvat internog tržišta kapitala", najlakše ćemo objasniti ako se usredotočimo na stranu potražnje koristeći raniji primjer automobilske industrije.

Automobilska tvrtka može odlučiti proizvoditi osobne automobile u različitim varijantama, a također može odlučiti uz to, da proizvodi i drugi tip proizvoda, kamiona primjerice, koji se također mogu proizvoditi u različitim varijantama. Navedene varijante predstavljaju primjere tzv. povezane diverzifikacije ponajprije zato što se aktualni ljudski i realni kapital tvrtke može potpuno ili djelomično koristiti za proizvodnju vozila. No, tvrtka može odlučiti baviti se i djelatnošću s kojom dosad ima malo toga zajedničkog. Primjerice, kad bi automobilska tvrtka proizvodila sladoled, imala bi u izvanproizvodnim aktivnostima ponešto zajedničkog (neki stupanj marketinškog znanja, znatno viši stupanj računovodstvenog znanja i sl.), ali bi srodnost u proizvodnim aktivnostima gotovo nestala. No, velike tvrtke ulaze u slične poslovne kombinacije i tada se kaže da se tvrtke nepovezano odnosno konglomeratski diverzificiraju.

Staza kojom se vršni menadžment velike i multidivizionarno organizirane tvrtke kreće, selekcionirat će projekte koji se realiziraju preko internog tržišta kapitala. Strateška orijentacija vršnog menadžmenta presudna je za izbor konkretnih projekata na internom tržištu kapitala i kad se ona uzme u razmatranje na internom tržištu kapitala, tada se ta činjenice obuhvaća preko pojma obuhvat internog tržišta kapitala. Obuhvat internog tržišta kapitala može se vizualizirati preko položenog, ali izduženog histograma u slučaju da tvrtka slijedi strategiju povezane diverzifikacije. U slučaju, pak, da tvrtka slijedi konglomeratski tip diverzifikacije, tada se obuhvat internog tržišta kapitala može prikazati kružnicom. Veća ili manja površina koja bi se unutar histograma odnosno kružnice nalazila, označivala bi veću ili manju veličinu internog tržišta kapitala.

Naznaka arhetipova obuhvata internog tržišta kapitala ima za cilj razumjeti što bi obuhvat internog tržišta kapitala trebao predstavljati. No, stvarno strateško ponašanje vršnog menadžmenta rezultirat će različitim oblicima obuhvata internog tržišta kapitala i to ponajprije zbog međudjelovanja okoline i tvrtke. Držeći se gesla da se "tržišna šansa ne pojavljuje dvaput", a malo je vjerojatno da će ona ciljati upravo u površinu kojom smo predstavili obuhvat internog tržišta kapitala, dakle u područje strateškog promišljanja vršnog menadžmenta, uzroci odstupanja od idealiziranih oblika obuhvata internog tržišta kapitala postaju znatno jasniji.

Strategija diverzifikacije, neovisno o tome u kojem se konkretnom obliku realizira, predstavlja samo jednu mogućnost predstavljanja poduze sintagme obuhvata internog tržišta kapitala. Na resursima utemeljena teorija tvrtke¹⁹, koja može objasniti poduze egzistencijne razlike u ostvarenim profitabilnostima tvrtki, a nisu rezultat uvjeta u industriji, moguće je, primjerice, odgovoriti na pitanje: Koju tehnologiju licencirati, a koju razvijati unutar tvrtke? Ako se ova dimenzija uzme u razmatranje, a ona znatno složenije obuhvaća inovaciju koju smo u razmatranju ekonomije obuhvata spomenuli, te ako se ona poveže s financiranjem preko internog tržišta kapitala, tada će se zasigurno dobiti drugi i drugačiji pogled na obuhvat internog tržišta kapitala.

Temeljem prethodnih izlaganja razvidno je da se obuhvat internog tržišta kapitala može osmisliti i artikulirati na različite načine. Bogati plodovi znanstvenog područja, poznatog pod nazivom teorije tvrtke, u tu svrhu osigurava više nego dovoljno studijskog materijala. Taj iznimno važan i složen posao izlazi iz okvira ovog rada i ostavimo ga za druge prilike (i drugima). Ovdje, međutim, treba apostrofirati bar dvije činjenice: (1) poduža sintagma internog tržišta kapitala je suptilna kategorija koja ima više mogućnosti pojavnog iskazivanja i (2) uz to što je pretpostavka ekonomske učinkovitosti, obuhvat internog tržišta kapitala pokazuje dubinu kojom vršni menadžment multidivizionalne tvrtke ide prema maksimiranju njezine vrijednosti.

5.3. Agencijski problemi internog tržišta kapitala

Ponajprije treba naglasiti kako vršni menadžment, sui generis, ima vlastitu funkciju korisnosti. Nju se nipošto ne smije zanemariti u odnosu na vlasnika tvrtke (dioničara). No, činom delegiranja prava odlučivanja, vršni menadžment postaje autonoman u vođenju svih (legalnih) poslova tvrtke. S obzirom na te okolnosti, razumno je pretpostaviti da će se vršni menadžment ponašati na način da maksimira vrijednost tvrtke koju vodi. Ako usvojimo ovu pretpostavku, tada vršni menadžment ima sve atribute principala kako to standardna teorija agenata navodi i opisuje.

U velikoj, multidivizionalno organiziranoj tvrtci, te s decentraliziranim sustavom odlučivanja, principal međudjeluje s agentima, tj. menadžerima poslovnih jedinica i/ili profit-

¹⁹ Iako su postojali prethodnici, artikulacija resursne teorije tvrtke pripisuje se B. Wernerfeltu. Vidi: B. Wernerfelt (1984.): "A Resource-based View of the Firm", *Strategic Management Journal*, 5 (2), April-June, 171-180. S obzirom na svoju profiliranost, na resursima utemeljena teorija tvrtke uspostavila je plodan kontakt sa sljedbenicima strateške orijentacije ekonomike organizacije, te industrijske organizacije. Za više potankosti, vidjeti: J. T. Mahoney and J. Rajendran Pandian (1992.): "The Resource-Based View within the Conversation of Strategic Management", *Strategic Management Journal*, 13, 363-380.

nih centara. Ovim operativnim agentima, uostalom kao i principalu, svojstvene su vlastite funkcije korisnosti koje determiniraju njihovo ponašanje. Zbog inkongruentnosti ciljeva principala, koji želi maksimirati vrijednost, s jedne strane, i agenata koji žele maksimirati vlastite diskrecijske ciljeve, s druge strane, dolazi od divergentnog ponašanja. Asimetričnost informacija koja objektivno egzistira između principala i agenata, učinkovit je katalizator divergentnog ponašanja. Da bi se ono održavalo u razumnim granicama, vršni menadžment primjenjuje odgovarajući sustav nadgledanja i nagrađivanja²⁰.

Zbog ograničene racionalnosti (u Simonovom smislu) vršni menadžment može učinkovito nadgledati samo određeni (ne velik) broj projekata i to, čini se, uz opadajuću učinkovitost. Nadgledanje svih tih projekata, nadalje, vršni će menadžment provoditi različitim intenzitetom i to ponajprije zato što strukturi projekata koje treba nadgledavati korespondira različita asimetričnost informacija. S druge strane, agenti se mogu kooperativno, konzilijarno i učinkovito ponašati, što je razumno pretpostaviti u slučaju da su zadovoljni s financijskom kompenzacijom i drugim oblicima nagrađivanja. No, to je rijedak slučaj. Uvijek će, naime, postojati neki vidljiv i/ili skriven razlog koji će remetiti ex ante utanačen ugovor između principala i agenta.

Svi problemi te sve teškoće i prepreke koje egzistiraju unutar principal-agent problema, egzistiraju i na internom tržištu kapitala. Već smo spomenuli slučaj kad dvije poslovne jedinice i/ili dva profit-centra kandidiraju zajednički projekt. Ako zajednički projekt iziskuje angažiranje pozamašne svote kapitala te ako "padne" u putanju sinergije kao aktualne maksime ponašanja unutar tvrtke, tada će on imati prednost per se, iako može biti "nategnut" u smjeru superiornosti. Interno tržište kapitala, prema tome, uopće nije imuno na agencijske probleme²¹ koji objektivno i generalno egzistiraju.

Međutim, ako se promjeni točka promatranja, tj. ako se agencijski problemi internog tržišta kapitala usporede s agencijskim problemima koji bi proistekli iz istog primjera tako da se zajednički projekt razmatra na relaciji eksterno-interno, ustvrdili bismo da su agencijski problemi na relaciji eksterno-interno znatno veći te da se rigidnije rješavaju. Za održavanje takvog stava, u literaturi se²² nalazi mnogo argumenata od kojim ćemo spomenuti bar ove: (1) informacijsku prednost vršnog menadžmenta, (2) snažniju motiviranost vršnog menadžmenta prema intenzivnijem nadgledanju te (3) promjenu upotrebe imovine od strane vršnog menadžmenta. Kratko objašnjenje argumenata izvedimo na ovom primjeru: neka je riječ o projektu rasta koji bi se nudio eksternom financijeru, banci primjerice, na financiranje.

O bilo kojem projektu s kompletnijim informacijama raspolaže onaj koji je najbliži njegovoj artikulaciji. Vršni menadžment iako je "druga ruka", jer je "prva ruka" sam autor-tvrtkin uposlenik, raspolaže s daleko kompletnijim informacijama od onih koje su prezenti-

²⁰ Glede modaliteta nagrađivanja za menadžersku izvedbu vidjeti: L. Galetić (2003.): "Kompenzacijski menadžment (upravljanje plaćama - nagrađivanjem)", u D. Tipurić, ed. (2003): "Osnove poslovnog upravljanja", Ekonomski fakultet, Zagreb, str. 251-270.

²¹ O agencijskim problemima koji su mogu pojaviti na internom tržištu kapitala vidjeti: D. S. Scharfstein and J. C. Stein (2000.): "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment", *Journal of Finance*, vol 55, no 6, December, str. 2537-2564.

²² Vidi: R. H. Gertner, D. S. Scharfstein, and J. C. Stein (1994.): "Internal versus External Capital Markets", *Quarterly Journal of Economics*, 109, str. 1211-1230. Također vidjeti: J. C. Stein (1997.): "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources", *Journal of Finance*, vol. 52, no 1, March, str. 111-133.

rane banci. Znajući to, banka s druge strane i unatoč čitavoj vlastitoj susretljivosti, "ukopava se" i uvijek misli na visinu rizika kad se upušta u plasman kapitala. Zbog svoje poslovne orijentacije, koju bismo najkraće naznačili kao "kapital-se mora-ploditi", banka se može upustiti u proces kompletiranja informacija, što neprijeporno izaziva troškove, može tražiti odgovarajuća jamstva ili, pak, od financiranja može sasvim odustati. Sve tri solucije, na ovaj ili onaj način, ugrožavaju financiranje projekta i ne iznenađuje, odatle, da se ultimativna mogućnost financiranja predmetnog projekta javlja na internom tržištu kapitala na kojem se odlučuje u uvjetima najkompletnijih informacija.

Međutim, ako banka ocijeni da će kredit zajedno s pripadajućim kamatama biti vraćen, ona će voditi uobičajenu, dakle laganu i jeftinu shemu nadgledanja. Vršni menadžment, nasuprot tome, ima više motiva za rigoroznije nadgledanje. Ako ne bi, drugim riječima, pomno i pažljivo nadgledao, menadžer kojem je povjerena realizacija projekta, mogao bi pretjerati u ostvarivanju vlastitih benefita i time ugroziti maksimiranje vrijednosti tvrtke, taj glavni cilj kojeg vršni menadžment mora slijediti. Posljedice neadekvatnog nadgledanja mogle bi biti da će se gradirati, primjerice, od zaračunavanja diskonta na svotu financijske kompenzacije vršnom menadžmentu pa do gubitka posla, a time i svih financijskih i inih nagrada, uključujući i dolazak na "crnu listu" nesposobnih, lijenih i neučinkovitih menadžera. Upravo zato, da stvari ne krenu na vlastitu štetu, vršni menadžment intenzivira nadgledanje pri čemu, razumije se, treba obratiti pozornost da ne sprječava menadžera projekt u lucidnoj, kreativnoj i učinkovitoj realizaciju predmetnog projekta. Prema tome, uz pretpostavku da vršni menadžment pravilno odmjeri polje nadgledanja, on ima velike motive intenzivirati nadgledanje i time ostvariti očekivane učinke projekta, što se ne može reći za njegovog pandana, eksternog financijera.

U odnosu na eksternog financijera, prednost vršnog menadžmenta ogleda se i u činjenici da on, kad opazi da realizacija projekta odstupa od željenog smjera, može poduzeti korektivnu akciju. Budući da vršni menadžment ima monopol nad odlukama o upotrebi čitave imovine tvrtke, u slučaju neadekvatne i/ili neučinkovite upotrebe imovine, autonoman je odlučiti "premjestiti" imovinu projekta kojom upravlja menadžer projekta u drugu upotrebu gdje će se ona učinkovitije koristiti. Hoće li vršni menadžment menadžera projekta drugdje uposliti ili će ga pak, jednostavno otpustiti, ovdje je malo važno, iako je to tema koju bi trebalo posebno razmotriti. Međutim, daleko je važnija mogućnost ponovne upotrebe imovine koja se neprijeporno realizira uz troškove, budući da ona favorizira vršni menadžment u odnosu na eksterne financijere kojima ta mogućnost nije dostupna osim, razumije se, u slučaju likvidacije projekta iz čije će se postignute vrijednosti eksterni financijer, in ultima linea, naplatiti.

Prema tome, agencijski problemi na internom tržištu kapitala nedvojebno i neprijeporno egzistiraju, ali su oni, držimo, relativno lakše rješivi na internom nego na eksternom tržištu kapitala. Takav nam se sud nameće upravo zbog netom navedenih prednosti koje vršni menadžment neprijeporno pokazuje spram eksternih financijera. Uostalom, te su prednosti, držimo, vjerojatno jedan od veoma važnih razloga zašto je interno tržište kapitala uopće nastalo te zašto, uz veću ili manju učinkovitost, već dekadama funkcionira. Kad se pronađu inovativna rješenja za prezentne agencijske probleme, uvjereni smo da će se interno tržište kapitala u budućnosti razvijati i postojati sve važnija institucija učinkovitog funkcioniranja velike tvrtke koje će se i nadalje ponašati tako da maksimiraju vlastite vrijednosti kako bi se, in ultima linea, uvećavalo bogatstvo rastućeg broja dioničara.

6. ZAKLJUČAK

Ekonomski koncepti učinkovitosti tvrtki koji su uvjetovali značajan, pa i grandiozan rast, na određenom stupnju rasta i razvoja, doveli su do multidivizionalnog organizacijskog ustroja (najveće organizacijske inovacije XX. stoljeća) te etabliranja institucije internog tržišta kapitala. Mnoštvo je njezinih odrednica, od kojih smo samo neke predstavili i ponešto elaborirali, koje je ispravno sagleda(va)ti na podlozi postignuća različitih teorija tvrtki. Iako je internom tržištu kapitala imanentno mnoštvo problema, uključujući i agencijske probleme, ono je veoma važno ne samo u spoznajnom nego i u aplikativnom pogledu. U spoznajnom zato što bi mogao predstavljati dovoljno dobru teoriju rasta velike tvrtke, a u aplikativnom zato što može poslužiti alatom pomoću kojeg vršni menadžment može maksimirati vrijednost tvrtke koju vodi i kojom upravlja u promjenjivoj i nepredvidivoj ekonomskoj okolini.

LITERATURA

1. Alchian, A. (1969.): "Corporate management and property rights: u Henry Manne, ed.: "Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities", American Enterprise Institut, Washington, DC.
2. Baker, M., J. Wurgler (2004.): "A Catering Theory of Dividends", *Journal of Finance*, vol 59, no 3, June.
3. Belak, V. (1994.): "Profitni centri i interna ekonomija poduzeća", RRIF-plus, Zagreb.
4. Belak, V. (1995.): "Menadžersko računovodstvo", RRIF-plus, Zagreb.
5. Boer, F. P. (1999.): "The Valuation of Technogy. Business and Financial Issues in R&D" New York.
6. Buzzell, R. D., B. T. Gale (1987.): "The PIMS Principles. Linking Strategy to Performance", The Free Press, New York.
7. Chandler A. D., Jr. (1966.): "Strategy and Structure", Doubleday, Garden City, New York.
8. Chandler A. D., Jr. (1990.): "Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism" Belknap/Harvard University Press, Cambridge, MA.
9. Dean, J. (1954.): "Managerial Economic", Prentice-Hall Inc., New York.
10. Galetić, L. (2003.): "Kompenzacijski menadžment - upravljanje plaćama i nagrađivanjem", u D. Tipurić ur. (2003.): "Osnove poslovnog upravljanja", Ekonomski fakultet, Zagreb.
11. Gertner, R. H., D. S. Scharfstein, J. C. Stein (1994.): "Internal versus External Capital Markets", *Quarterly Journal of Economics*, 109.
12. Hennessy, C. A., T. M. Whited (2005.): "Debt Dynamics", *Journal of Finance*, vol 60, no 3, June.
13. Hicks, J. R. (1935.): "Annual Survey of Economic Theory - Monopoly", *Econometrica*, 3.
14. Hilton, R. W. (2002.): "Managerial Accounting. Creating Value in a Dynamic Business Environment", McGraw-hill, Irwin, New York.

15. Jensen, M. C. (1994.): "The Modern Industrial and Revolution. Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48, (3) July.
16. Koutsoyiannis, A. (1996.): "Moderna mikroekonomika", prijevod Mate, Zagreb.
17. Lazonick, W. (1992.): "Controlling the Market for Corporate Control. the Historical Significance of Managerial Capitalism", *Industrial and Corporate Change*, 1 (3).
18. Lieberman, M. B. (1984.): "The Learning Curve and Pricing in teh Chemical Processing Industries", *Rand Journal of Economics* (summer), str. 213-228.
19. Mahoney, J. T., J. Rajendran Pandian (1992.): "The Resource-Based View whitin the Conversatuib of Strategic Management", *Strategic Management Journal*, 13.
20. Mansfield, E. (1988.): "Microeconomics. Theory and Applications", W.W. Norton & Company, New York.
21. Miller, W.L., L. Morris (1999.): "Fourth Generation R&D: Managing Knowledge, Technologia and Innovation", New York.
22. Orsag, S. (2003.): "Vrijednosni papiri", Revicon, d.o.o., Sarajevo.
23. Petersen, H. C., W. C. Lewis (1990.): "Mangerial Economics", Mcmillan, New York.
24. Porter, M. E. (1981.): "The Contributions of Industrial Organization to Strategic Management", *Academy of Management Review*, vol 6, no 4.
25. Ross, S. A., R. Westerfield, J. F. Jaffe (1996.): "Corporate Finance", Irwin, Chicago.
26. Samuelson, W.F., S. G. Marks (2006.): "Managerial Economics", John Wiley & Sons, New York.
27. Santini, Ivona (2007.): "Ugrožava li teorija interesno utjecajnih skupina primat koncepta maksimizacije vrijednosti kao cilja ponašanja firme", *Ekonomski pregled*, 58, Zagreb.
28. Scharfstein, D. S., J. C. Stein (2000.): "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment", *Journal of Finance*, vol 55, no 6 December.
29. Shepherd, W. (1997.): "The Economics of Industrial Organization", Prentice-Hall, New Jersey.
30. Stein, J. C. (1997.): "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resoruces", *Journal of Finance*, vol 52., no 1, March.
31. Tipurić, D. (1994.): "Krivulja iskustva", *Ekonomski analitičar* br. 5, TEB, Zagreb
32. Williamson, O. E. (1975.): "Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications", The Free Press, New York.
33. Wiliamson, O. E. (1985.): "The Economic Institutions of Capitalism", The Free Press, New York.
34. Williamson, O. E. (1988.): "Corporate Finance and Corporate Governance", *Journal of Finance*, vol. 43, no 3, July, str. 567-591.