

Prof.dr.sc. Džafer Alibegović¹

PROMJENA PARADIGME "VRIJEDNOSTI ZA DIONIČARE"²

A CHANGE OF THE "SHAREHOLDER VALUE" PARADIGM

SAŽETAK

U ovom radu razmatramo evoluciju i kritiku teorije usmjerene na maksimizaciju bogatstva dioničara kao primarnog cilja poslovanja kompanija. Tradicionalno, ova teorija, koju su razvili ekonomski teoretičari poput Adama Smitha, Milтона Friedmana, Jensena i Mecklinga, te Eugena Fama, fokusira se na stvaranje vrijednosti za dioničare putem korporativnog upravljanja i tržišne efikasnosti. Međutim, kritičari ove paradigme, poput Freemana i autora koji istražuju društvenu odgovornost preduzeća (CSR), ističu da takav pristup zanemaruje interese drugih zainteresiranih strana (stakeholdera), uključujući radnike, zajednice i okoliš, što može dovesti do dugoročnih ekonomskih i društvenih problema. Iznoseći kritički sud u pogledu uloge tržišta kapitala u izračunu troška kapitala, procjeni investicijskih projekata, ali i općenito u kontekstu upravljanja kompanijama, zaključujemo da bi kompanije trebale usmjeriti svoje poslovne strategije prema ravnoteži između interesa svih zainteresiranih strana, a ne samo dioničara, kako bi osigurale održivost i odgovorno poslovanje u dugom roku.

Ključne riječi: teorija dioničara, CSR, trošak kapitala, CAPM, tržište kapitala

ABSTRACT

In this paper, we consider the evolution and criticism of the theory focused on the maximization of shareholder wealth as the primary goal of companies' operations. Traditionally, this theory, developed by economic theorists such as Adam Smith, Milton Friedman, Jensen and Meckling, and Eugene Fama, focuses on the creation of shareholder value through corporate governance and market efficiency. However, critics of this paradigm, such as Freeman and authors who research corporate social responsibility (CSR), point out that such an approach ignores the interests of other interested parties (stakeholders), including workers, communities and the environment, which can lead to long-term economic and social problems. Presenting a critical judgment regarding the role of the capital market in the calculation of the cost of capital, the assessment of investment projects, but also in general in the context of company management, we conclude that companies should direct their business strategies towards a balance between the interests of all interested parties, not only shareholders, in order to ensure sustainability and responsible business in the long term.

¹ Prof.dr.sc. Džafer Alibegović Ekonomski fakultet u Sarajevu, Trg Oslobođenja-Alija Izetbegović 1, Sarajevo, dzafer.alibegovic@efsa.unsa.ba

² Urednički kolegij časopisa je recenzirao i kategorizirao rad kao NAUČNI- PREGLEDNI RAD

Key words: shareholder theory, CSR, cost of capital, CAPM, capital market

JEL: G17, G32

UVOD

Ideja kreiranja, generisanja vrijednosti ljudima je jasna i bliska od postanka civilizacije. Čim su naučili ubrati, odhraniti ili uzgojiti proizvode u višku iznad svojih potreba, ljudi su napravili tržište i spoznali koncept nove vrijednosti. Preduzetnički usmjereni (ali i osposobljeni i odlučni) ljudi započinju poslovne poduhvate uvijek sa jasnom idejom stvaranja nove vrijednosti. Korištenjem inputa (materijal, rad i energija), preduzetnici svojim znanjem i kreativnošću stvaraju novu vrijednost. Jasno, nova vrijednost se potvrđuje na tržištu i dijeli između kreatora (preduzetnika), trgovca i konzumenta (kupca). Nove vrijednosti, sasvim je jasno ne bi bilo bez učešća sve tri strane.

Nastojanje da se spozna vrijednost kompanije ili organizovanog preduzetničkog poduhvata, svježije je od ideje kreiranja vrijednosti, ali i ono seže daleko u prošlost. Međutim, za razliku od samog stvaranja vrijednosti, određivanje vrijednosti imovine (ili poslovnog poduhvata) predstavlja zagonetku, kako ekonomistima, tako i svim ostalim učesnicima na tržištu.

1. TEORIJSKE OSNOVE I PREGLED LITERATURE

Začetak interesovanja teoretičara za pitanje vrijednosti i vrednovanja nije jasno odrediv. Ipak, postoji konsenzus da je Adam Smith započeo debatu koja traje i danas. Naime, u poznatom djelu “Bogatstvo naroda” (1776), koje se smatra jednim od temelja savremene ekonomske nauke Smith postavlja temelje samom vrednovanju, naglasivši da „vrijednost“ ima dva značenja upotrebnu vrijednost (Smith je naziva „prirodnom cijenom“), kojom se mjeri korisnost, upotrebljivost određene imovine, te vrijednost u razmjeni, kojom se mjeri kupovna moć određene imovine na tržištu.

Pored toga, Smith opisuje i “*nevidljivi proizvod*” i sugerira da će individualne akcije u potrazi za profitom dovesti do efikasne alokacije resursa i ekonomskog prosperiteta.

Ovi su pogledi, kako smo naglasili, postavili temelje za danas dominantan teorijski pristup u objašnjavanju generisanja i određivanja vrijednosti – tzv. “teoriju dioničara” (“*Shareholders theory*”). Ova teorija tvrdi da je primarni cilj kompanije maksimizacija vrijednosti za dioničare. Pristup je oblikovan kroz radove nekoliko uticajnih ekonomista i poslovnih teoretičara u 19. vijeku, a razvoj teorije prati evoluciju kapitalističkog sistema i promjene u korporativnom upravljanju tokom 20. i 21. vijeka.

Na početku, neophodno je istaknuti djelo Alfreda Marshalla “Osnove ekonomije” iz 1890. godine. U ovoj knjizi, autor promovira ideju da kompanija stvara vrijednost u situacijama kada ima stopu profita koja prevazilazi trošak izvora finansiranja. Naime, vrijednost dobra određuje se na osnovu dodatne korisnosti (zadovoljstva ili koristi) koju pojedinac dobija od potrošnje još jedne jedinice tog dobra, pa tako vrijednost nije samo rezultat proizvodnje (ponude) već i potrošnje (potražnje).

Već tada, Marshall je prepoznao postojanje eksternih efekata, odnosno troškova ili koristi koje proizvodnja ili potrošnja jednog dobra mogu imati na treće strane koje nisu direktno uključene u ekonomski proces. Nažalost, u godinama koje slijede, postavka o eksternalijama pomalo postaje zanemarena.

Teoretičari vrijednosti i poslovna zajednica fokusiraju se na učenje Milтона Friedmana, ekonomiste čikaške škole. U svom eseju iz 1970. godine, objavljenom u The New York Timesu pod naslovom "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits" ("Društvena odgovornost poslovanja je povećanje profita"), Friedman je tvrdio da je jedina društvena odgovornost poslovanja maksimizacija profita unutar zakonskih i etičkih granica.

Friedman je istakao da menadžeri kompanija imaju fiducijarnu odgovornost prema dioničarima, što znači da moraju djelovati u interesu povećanja njihove vrijednosti. On je također tvrdio da bi bilo kakvo odstupanje od ovog cilja, uključujući društvene ili ekološke inicijative koje ne doprinose profitu, predstavljalo kršenje ove odgovornosti.

Na Friedmanove poglede nastavljaju se ideje Michaela Jensena i Williama Mecklinga, koji su 1976. godine objavili rad "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure" ("Teorija firme: Menadžersko ponašanje, agencijski troškovi i struktura vlasništva"). U ovom radu, oni su istraživali problem agencije, koji se javlja kada menadžeri (agenti) ne djeluju u potpunosti u interesu dioničara (principala). Oni su razvili model koji objašnjava kako različite strukture vlasništva i ugovorni aranžmani mogu pomoći u smanjenju agencijskih troškova i usklađivanju interesa menadžera s interesima dioničara. Njihov rad pružio je teorijski okvir za razumijevanje kako korporativno upravljanje može pomoći u maksimizaciji vrijednosti za dioničare.

Slijedom takvog pristupa, korporativno upravljanje postalo je ključni faktor u primjeni teorije dioničara. Prakse kao što su nezavisni odbori direktora, kompenzacijski paketi vezani za performanse, te povećana transparentnost i odgovornost, sve su usmjerene na osiguravanje da menadžeri djeluju u interesu dioničara.

Naposlijetku, teoriju dioničara zaokružio je Eugene Fama, razvojem "teorije o efikasnim tržištima" ("Efficient Market Hypothesis - EMH") Fama tvrdi da cijene dionica na efikasnim tržištima odražavaju sve dostupne informacije, te da menadžeri trebaju fokusirati svoje napore na povećanje vrijednosti dionica jer će to automatski maksimizirati bogatstvo dioničara.

Dakle, prema opisanim teorijskim pristupima, kompanija vrijedi onoliko koliko vrijede njene dionice, a cilj postojanja kompanije osiguran je samo ako bogatstvo dioničara (cijena dionice) konstantno raste, i to po stopi rasta koja se dioničarima čini zadovoljavajućom.

Teoriju dioničara od njenog početka prate kontroverze i drugačija mišljenja. Sasvim je jasno da je fokusiranje pažnje na samo jedne efekte preduzetničke aktivnosti uskogrudno i ograničeno poimanje. Kompanije su društvena bića *sui generis* i njihova je uloga i značaj znatno šira od kreiranja zarade/profita/vrijednosti za dioničare.

Kao odgovor na teoriju dioničara, Freeman 1984. godine razvija teoriju zainteresiranih strana i analizira njen uticaj na korporativno upravljanje. Autor sugerira da bi kompanije trebale uzimati u obzir interese svih zainteresiranih strana, a ne samo dioničara. Pristup je originalno bio zasnovan na teorijskoj analizi i kritičkom pregledu literature (ne odmah na empirijskim studijama). Osnovni zaključak je da bi kompanije trebale usvojiti pristup koji balansira interese svih zainteresiranih strana kako bi ostvarile dugoročni uspjeh. Teorija zainteresiranih strana nudi sveobuhvatniji pristup upravljanju koji uzima u obzir interese svih učesnika, ne samo dioničara.

Hurst (2005) posmatra poslovne prakse širokog skupa kompanija i analizira promjene u poslovnim strategijama koje se fokusiraju na šire društvene ciljeve, umjesto samo na maksimizaciju bogatstva dioničara. Istraživanje je pokazalo da kompanije koje se usmjeravaju na društvene ciljeve mogu ostvariti dugoročne koristi i održivost, pored ekonomskih dobitaka. Stoga autor sugerira kompanijama redefinisane misije, uz uključivanje društvenih i ekoloških ciljeva, u svrhu postizanja balansa između profitabilnosti i društvene odgovornosti.

Početkom ovog milenija, potaknuto opisanim, ali i drugim istraživanjima, stasava nova filozofija u kreiranju poslovnih misija i orijentacija kompanija – CSR (*Corporate Social Responsibility* – korporativna društvena odgovornost). Porter i Kramer (2006) istražuju kako integracija CSR u strategiju kompanija može poboljšati i finansijski učinak i društveni uticaj. Kako nalazi istraživanja upućuju da CSR može biti koristan alat za unapređenje konkurentnosti i dugoročne profitabilnosti, ako je pravilno integrisan u poslovnu strategiju, to autori preporučuju strateškom menadžmentu kompanija da se usmjere razvoju strategija koje kombinuju CSR sa poslovnim ciljevima.

Teorija dioničara ponovo je pod snažnim pritiskom nakon početka finansijske krize 2007-2008. godine. Lee (2008) pruža kritički pregled literature o vezi između korporativnog upravljanja i finansijskog učinka, sa posebnim fokusom na model bogatstva akcionara. Ekstenzivnim bibliografskim istraživanjem, autor konstatuje da je veza između modela bogatstva dioničara i dugoročne finansijske performanse ograničena ili nejasna. Dakle potrebno je redefinisati modele korporativnog upravljanja kako bi se uzeli u obzir širi faktori i dugoročni ciljevi.

Lazonick (2011) je direktniji u povezivanju koncepta bogatstva dioničara sa negativnih konotacijama. Naime, autor analizira kako je fokus na bogatstvu dioničara doprinio finansijskoj krizi iz 2008. godine, te istražuje posljedice ovog pristupa na sveukupnu ekonomsku aktivnost. Zaključak je dosta direktan prakse usmjerene na maksimizaciju bogatstva dioničara, poput kratkoročnih strateških odluka, doprinijele su nestabilnosti tržišta i krizi. Zato preporučuje preusmjeravanje ka dugoročnijem pristupu koji uzima u obzir interese svih zainteresiranih strana, kako bi se smanjio sistemski rizik.

Slijedom vala kritika teoriji dioničara (od kojih smo opisali samo dio), Stout (2012) ispituje alternative teoriji dioničara i predlaže model koji bolje uzima u obzir interese svih zainteresiranih strana. Model upravljanja kompanijom sa primarnim fokusom na bogatstvo dioničara može dovesti do kratkoročnog razmišljanja i zanemarivanja interesa drugih važnih aktera, kao što su zaposleni i zajednica. Autor preporučuje

razvoj modela korporativnog upravljanja koji integriše interese svih zainteresiranih strana, čime se obezbjeđuje odgovornije i dugoročno održivo upravljanje.

Naposlijetku, Bonardi i May (2015) istražuju globalne aspekte i uticaje teorije bogatstva dioničara, analizirajući kako različiti kulturni i ekonomski konteksti mogu uticati primjenu modela. Nedvosmileno zaključuju da teorija dioničara nije univerzalno primjenjiva, da može varirati u različitim globalnim kontekstima, te da je neophodno prilagoditi pristupe upravljanju prema lokalnim uslovima i kulturnim specifičnostima, kako bi se postigla bolja usklađenost sa globalnim standardima.

2. KRITIKA “VRIJEDNOSTI ZA DIONIČARE”

Kompanija je društvena tvorevina posebne vrste. Zapravo, u sintagmi “pravna osoba”, kako se u zakonodavnom okviru često referira na kompanije u najširem smislu, vidljiva je već naznaka posebne osobnosti kompanije. Dakle, ne može se raditi o jednostavnom društvenom konstrukt, nego naprotiv, riječ je o složenom i višeznačnom mehanizmu, da ne kažemo – biću.

Kompanije u savremenom okruženju imaju mnoštvo zainteresiranih strana (*stakeholdera*). Ne možemo ih sigurno sve navesti, ali možemo istaknuti najvažnije:

- **Država** – putem zakonodavne, sudske i izvršne vlasti, država oblikuje poslovno okruženje u kojem kompanije djeluju, postavlja uslove za osnivanje, rad i gašenje kompanija, uređuje odnose između kompanija i drugih učesnika na tržištu, nameće obaveze i štiti prava;
- **Lokalne samoupravne jedinice** – određuju kako će kompanija biti integrirana u lokalnu zajednicu, dodjeljuju ili uskraćuju pravo na korištenje prirodnih resursa i tehničke infrastrukture, te kroz obrazovni sistem osiguravaju kvalificiranu radnu snagu;
- **Obrazovni sistem i razvoj vještina** – imaju značajan uticaj na stratešku poziciju, rast i razvoj kompanije, kao i na njen opstanak na tržištu, jer kompanija kroz ovaj sistem stvara ključnu konkurentsku prednost modernog doba – produktivnost rada temeljenu na znanju i vještinama zaposlenih;
- **Finansijski sistem i tržište** – svaka kompanija je važan dio finansijskog sistema, bilo kao poreski obveznik (u fiskalnom kontekstu) ili kao sudionik u međunarodnoj trgovini (podložan deviznoj i monetarnoj politici), a svaka promjena na finansijskom tržištu direktno utiče na kompaniju, budući da se ona tamo finansira i povremeno investira;
- **Tržište roba i usluga, kupci i dobavljači** – jer kompanija ne posluje izolirano, već u stalnoj dinamici tržišta, gdje uspostavlja odnose sa svojim kupcima i dobavljačima te kontinuirano brine o održavanju tih odnosa;
- **Javnost** – budući da je kompanija društvena tvorevina, njeni potezi se percipiraju kao potezi kompanije, a ne pojedinaca, što direktno utiče na njen javni imidž, a samim tim i na njene poslovne rezultate;
- **Okoliš** – u sve izraženijem kontekstu zagađenja okoline, opstanak mnogih kompanija, pa čak i cijelih industrija, zavisiće od njihovog odnosa prema prirodnom okruženju u kojem djeluju, proizvode i u kojem se njihovi proizvodi i usluge koriste;
- **Zaposleni i menadžment** – jer su oni nosioci vrijednosti kompanije i ključni faktor njene konkurentnosti na tržištu, pa su njihovi interesi (dobrobit,

zadovoljstvo, privrženost i lojalnost) uvijek u fokusu korporativnog upravljanja;

- **Dioničari** – na kraju, kompanija je osnovana od strane svojih dioničara, postoji zbog njih i trajat će sve dok ispunjava njihov krajnji cilj – povećanje osobnog (materijalnog) bogatstva.

Nipošto ne tvrdimo da interesi dioničara nisu najbitniji u kontekstu razvoja preduzetničkog poduhvata i korporativnog upravljanja. Ali, sasvim je očito da nisu jedini. Naprotiv, interesa je mnoštvo, međusobno su isprepleteni, a ponekad čak i suprotstavljeni. Radi dobrobiti i dugog vijeka kompanije, menadžment, ali i sve ostale zainteresirane strane se moraju fokusirati na balans među različitim interesima, prije nego na forsiranje interesa jedne od zainteresiranih strana (makar to bili i dioničari).

Razloga za to je više, ali fokusiraćemo se na nekoliko najvažnijih:

- neadekvatan koncept troška kapitala u okviru strukture izvora finansiranja,
- nerealno planiranje prinosa na investicije i rasta kompanije, te
- distorzija ekonomske realnosti radi prevelikog fokusa na tržište kapitala.

CAPM i izračun troška kapitala

Dominantan pristup u izračunu troška kapitala u okviru troška finansiranja širom svijeta je *Capital Assets Pricing Model (CAPM)*. Model je razvijen sredinom prošlog vijeka u kontekstu istraživanja i koncipiranja portfolio teorije. Iako nastao u okviru razvijenih finansijskih tržišta visoke razine efikasnosti, radi svoje jednostavnosti vrlo brzo je prihvaćen u kompanijama širom svijeta. Danas ga primjenjuje menadžment čak i kompanija čije dionice nisu listane na berzama ili drugim javnim tržištima.

Temeljna ideja modela je da dionički kapital košta onoliko koliki je prinos na bezrizična ulaganja, uvećan za premiju za preuzeti tržišni rizik. Kao *proxy* bezrizičnog ulaganja uzima se prinos na dugoročne trezorske obveznice, a premija na tržišni rizik se računa kao razlika između tržišnog prinosa (praktično, prinosa na glavni indeks na tržištu) i bezrizične stope, korigovan za *beta koeficijent*. Ovaj koeficijent posmatra kovarijansu između kretanja tržišnih prinosa i prinosa na dionice kompanija iz određene privredne grane. Već osnovni model (formula) trpi kritike barem u dva detalja. Najprije, kao tržišni prinos se uzima prinos na glavni indeks berze, u čijem sastavu nisu sve dionice kojima se na berzi trguje. Iako indeksi reprezentuju glavninu aktivnosti na berzanskom tržištu, ipak nisu apsolutni pokazatelj dinamike berzanskog tržišta. Drugo, beta koeficijenti se računaju i objavljuju periodično, na osnovu podataka o prosječnim historijskim prinosima kompanija iz određenih privrednih grana. Dakle, prosječni historijski podaci služe računanju troška finansiranja budućih investicijskih poduhvata kompanija.

Međutim, pravi problem u primjeni CAPM modela u izračunu troška kapitala nastaje kada se on primjenjuje neselektivno, u okolnostima koje ni izbliza ne ispunjavaju pretpostavke modela (a to se dešava masovno). Na tržištima na kojima se ne trguje aktivno trezorskim vrijednosnim papirima, bezrizična stopa se “aproximira” dugoročnim kamatnim stopama. Prinos na indekse nelikvidnih i plitkih berzanskih tržišta teško se može smatrati tržišnim prinosom (a redovno se uzima u izračunu troška kapitala kao takav). Naposljetku, većina tržišta (osim najrazvijenijih) ne računa vrijednost beta koeficijenata za različite privredne grane, nego menadžment

kompanija i analitičari iz ovih zemalja, uzimaju bete sa razvijenih berzi. Zaista je teško relevantnom prihvatiti ideju da su ekonomije Velike Britanije, SAD, Njemačke ili Japana adekvatna referentna tačka kompanijama iz bilo koje zemlje u razvoju, izranjajuće (*emerging*) ili rubne (*frontier*) zemlje.

Naposlijetku, menadžment kompanija u nastojanju da izračuna trošak kapitala, primjenom CAPM modela, dobije tačno izračuna procenat, na osnovu pogrešno odabranih ili “odoka” ocijenjenih ulaznih parametara.

Prinos na investiciju i trošak kapitala

I tu problem ne prestaje. Tako “izračunat” procenat troška kapitala se ugrađuje u trošak strukture izvora finansiranja i postaje referenca za odabir diskontne stope za procjenu investicijskih projekata kompanija. Diskontna stopa u kojoj je važan faktor trošak dioničkog kapitala stavlja menadžment kompanija u vrlo neugodnu poziciju. Naime, investicijski projekti koje kompanija započinje (i realizira) trebaju imati stope prinosa koje su najprije više od troška finansiranja, ali i takve da odgovaraju očekivanjima dioničara u pogledu generisanja “bogatstva” za njih. Kako smo rekli, bogatstvo dioničara se mjeri cijenom dionice na tržištu, koja (što se tiče dioničara) može/treba/mora neprestano rasti, i to po stopi prirasta koja njima odgovara.

A šta ako nije tako? U teorijskom, ali i praktičnom smislu, dioničar koji ne dobiva zadovoljavajući prinos na svoju investiciju, uz zadovoljavajući rast vrijednosti investicije, dionice će jednostavno prodati. Ako veliki broj dioničara dođe do iste ideje u isto vrijeme, cijena dionica kompanije će padati. Ali, riječ je o cijenama iz zaključenih transakcija, u kojima neko svjesno kupuje dionice kojima cijena pada. Jasno je da kupci takvih dionica imaju visoku toleranciju na rizik, ali jednako tako i više zahtijevane prinose na svoju investiciju u dionice. Trošak kapitala za kompaniju neumitno raste.

Da naglasimo – trošak kapitala nije porastao zato što kompanija ne posluje dobro ili preduzima rizične poduhvate, nego radi **percepcije** investitora na berzi koji nisu zadovoljni performansom dionice na tržištu. Vrlo često, takve investitore kompanija i njen biznis niti ne zanimaju, oni kao investiciju posmatraju isključivo dionicu.

Ako menadžment kompanije želi održati korak sa tržištem, neprestano mora “komunicirati” vrijednost poslovanja tako da investitori steknu percepciju da kompanija posluje tako da će im u budućnosti osigurati zadovoljavajuće prinose i adekvatan rast vrijednosti investicije (bogatstva dioničara).

A ako to nisu u stanju, moraju pronaći investicijske projekte sa višim očekivanim stopama prinosa, što kompaniju prisiljava na prihvatanje viših nivoa rizika i započinje neprekidna spirala koja jednostavno može dovesti do propasti biznisa (i kraja interesa svih ostalih zainteresiranih strana).

Tržišta kapitala kao “krov svijeta”

Osnovna zadaća tržišta kapitala je posredovanje između kapitalom suficitnih (investitora i štediša) i kapitalom deficitnih (preduzetnici i kompanije) entiteta.

Kanalisanje fondova tamo gdje će biti najefikasnije upotrijebljeni je ishod procesa posredovanja na tržištu kapitala.

Kada bi na tržištu kapitala trgovali isključivo investitori koji posmatraju dionice kao udio u “živom” i tekućem biznisu, problem o kojem govorimo bio bi znatno manji. Međutim, na tržištima kapitala su iznimno aktivni špekulativni investitori, automatski sistemi trgovanja, AI investicijske solucije i sl. Takvim investorima je u fokusu isključivo tržišta performansa dionice (kao i ostalih vrijednosnih papira). Kompanija koja je emitovala dionicu i njen biznis nisu od primarnog značaja.

Pogled sa druge strane je posve drugačiji. Menadžment kompanija na razvijenim tržištima pomno prati cijene svojih dionica na berzi (iako znaju da te cijene formiraju investitori kojima kompanijin biznis nije u fokusu), i prema kretanju cijena “ravnaju” svoje odluke. Tržišta kapitala postalo je mjerodavan faktor u poslovnim odlučivanjima, čak i za kompanije koje se, u načelu, ne finansiraju sa tržišta kapitala (ne emituju nove dionice).

Osim toga, tržište kapitala je postala referentna tačka za odluke kompanijama čije dionice nisu uopšte uključene u javno trgovanje (ili čak nisu ni dionička društva), jer podatke sa tržišta koriste za izračun troška kapitala (kako smo već diskutovali).

Tržišta kapitala, ili bolje rečeno, jedan njegov dio – berza, popela se na “krov svijeta” radeći pri tome distorziju osnovne uloge samog tržišta kapitala (posrednička uloga), a potom i mjesta tržišta kapitala u nacionalnoj ekonomiji (kanalisanje fondova).

ZAKLJUČAK

Da rezimiramo – bogatstvo dioničara, samo po sebi, nije problem. Sasvim je jasno da investitori ulažu novac kako bi zaradili, a ne kako bi pomogli nacionalnu ekonomiju ili ostvarili altruističke ambicije. Međutim, kompanije su u međuvremenu postale daleko složenije i važniji učesnik u ekonomskoj, pa i svakoj drugoj zbilji od “mašina” za kreiranje zarade i bogatstva za svoje dioničare.

Stakeholdera u korporativnom svijetu je mnogo, imaju različite, ali nesporne interese. Fokus na interes samo jednog od njih (dioničara, ali i bilo kojeg drugog), remeti ili pak destruiira interese drugih i uzrokuje dugoročne neravnoteže. Posljedice su vidljive. Najprije u statusu i tretmanu radnika, potom prirodnog okoliša, te naposljetku kompletnih zajednica.

Bogatstvo dioničara prirodno nije i ne treba biti konfrontirano ciljevima ostalih zainteresiranih strana u kompanijama. Samo se upravljački uklon treba što prije i snažnije skretati sa jednog (teorija dioničara) na drugi (CSR) uklon i model. Ključna ideja vodilja više ne može biti “maksimizacija” nego “ravnoteža”.

LITERATURA:

- Bonardi, J.-P., & May, K. E. (2015). *Reconsidering the Shareholder Value Principle: A Global Perspective*. Global Strategy Journal, 5(1), 53-68.
- Freeman, R. E. (1984). *Stakeholder Theory and the Corporation: A Critical Review*. Business Ethics Quarterly, 10(1), 167-181.
- Hurst, D. K. (2005). *Beyond Shareholder Value: The New Mission of Business*. Harvard Business Review, 83(2), 82-91.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.
- Lazonick, W. (2011). *The Misguided Belief in Shareholder Primacy: Evidence from the Financial Crisis*. Industrial Relations Research Association, 32(4), 605-625.
- Lee, A. C. W. (2008). *Corporate Governance and Financial Performance: A Critical Review of the Shareholder Value Model*. Journal of Business Ethics, 77(4), 361-377.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). *Rethinking Corporate Social Responsibility: The Role of Corporate Governance*. Harvard Business Review, 84(12), 78-92.
- Stout, L. A. (2012). *The End of Shareholder Primacy: A Model for More Responsible Corporate Governance*. Cornell Law Review, 97(6), 1377-1427.