

Sodobne paradigme managementa: pravni in primerjalni vidiki

MATJAŽ NAHTIGAL

Univerza na Primorskem, Slovenija

Kot eden ključnih razlogov za nastanek globalne finančne, gospodarske in socialne krize je poleg prešibko nadzorovanih mednarodnih finančnih trgov v ospredju tudi v širši javnosti slabše poznano načelo maksimiranja vrednosti za delničarje. Gre za načelo, ki je zlasti razvito in prisotno v anglosaškem gospodarskem in pravnem modelu, a je v zadnjih dveh desetletjih vse bolj prisotno tudi v Evropi. Toda to načelo po poglobljeni analizi korporacijskih modelov pomeni preveliko poenostavljanje, saj zanemarija vrsto drugih pomembnih deležnikov v sodobnih korporacijah, prav tako pa zanemarija druga pomembna načela, po katerih naj bi se ravnale uspešne korporacije v sodobni tržni ekonomiji. Ne bi namreč smeli spregledati vse bolj pogostih opozoril sodobnih strokovnjakov, da pomembna tveganja v zvezi z delovanjem korporacije nosijo tudi drugi deležniki in da ti še zdaleč nimajo zagotovljenih ustreznih prejemkov. Zaposleni, na primer, ki se izpopolnjujejo in izobražujejo za specifične naloge in opravila v korporaciji, nimajo v svojih pogodbah zagotovil o nagradah v obliki napredovanj. Vlade, ki velikokrat subvencionirajo različne korporacije v različnih oblikah, prav tako nimajo zagotovljenih poplačil za svoje davkoplachevalce. Zato vidik maksimiranja vrednosti za delničarje daje preveč poenostavljen odgovor na bolj kompleksno vprašanje: Kako nagraditi deležnike za svoje vloške tako, da bodo ekonomsko enakomerno razporejeni, da bodo prispevali k izboljšanju njihovega standarda in omogočili dolgoročno uspešen razvoj korporacije?

Ključne besede: maksimiranje vrednosti za delničarje, nove konceptualne in pravne paradigme, korporacijsko upravljanje in organizacija proizvodnje

Uvod

Kot eden ključnih razlogov za nastanek globalne finančne, gospodarske in socialne krize je poleg prešibko nadzorovanih mednarodnih finančnih trgov in velikih finančnih ustanov v ospredju tudi v širši javnosti slabše poznano načelo maksimiranja vrednosti za delničarje. Gre za načelo, ki je zlasti razvito in prisotno v anglosaškem gospodarskem in pravnem modelu, a je v zadnjih dveh desetletjih vse bolj prisotno tudi v Evropi.

To načelo pomeni, da so samo delničarji kot rezidualni upravičenci in lastniki tisti, ki nosijo tveganje v zvezi s poslovanjem korporacije, saj da so njihovi prejemi odvisno od tega, kar ostane po tem, ko so poplačani vsi ostali deležniki. Čeprav v anglosaški zakonodaji *ni niker* zapisana dolžnost managementa, da ustvarja dobiček za svoje delničarje, je to načelo odločilno za presojo uspešnosti ali neuspešnosti poslovanja managementa v sodobnih korporacijah.

Toda to načelo po poglobljeni analizi korporacijskih modelov pomeni preveliko poenostavljanje, saj zanemarja vrsto drugih pomembnih deležnikov v sodobnih korporacijah, prav tako pa zanemarja druga pomembna načela, po katerih naj bi se ravnale uspešne korporacije v sodobni tržni ekonomiji. Ne bi namreč smeli spregledati, da pomembna tveganja v zvezi z delovanjem korporacije nosijo tudi drugi deležniki in da ti še zdaleč nimajo zagotovljenih ustreznih prejemkov. Zaposleni, na primer, ki se izpopolnjujejo in izobražujejo za specifične naloge in opravila v korporaciji, nimajo v svojih pogodbah zagotovil o nagradah v obliki napredovanj. Vlade, ki velikokrat subvencionirajo različne korporacije v različnih oblikah, prav tako nimajo zagotovljenih poplačil za svoje davkoplačevalce. Zato vidik maksimiranja vrednosti za delničarje daje preveč poenostavljen odgovor na bolj kompleksno vprašanje: kako nagraditi deležnike za svoje vloške, da bodo nagrade in spodbude ekonomsko enakomerno razporejene tako, da bodo prispevali k izboljšanju njihovega standarda in omogočili dolgoročno uspešen razvoj korporacije (Lazonick 2008 in Blair 1995, 26–33).

Empirična analiza praks največjih mednarodnih korporacij anglosaškega izvora kaže na to, da načelo maksimiranja vrednosti za delničarje ne pripelje nujno in avtomatično do največjega skupnega dobra, temveč do neposrednih koristi za korporacijske izvršne direktorje.

Pomembna posledica tovrstne ugotovitve je, da morajo sodobne korporacije, če želijo stopiti na pot bolj uspešnega prestrukturiranja, bolj učinkovitega upravljanja s sredstvi ter ohranjati globalno konkurenčnost v najbolj inovativnih panogah, nadgraditi nekatere temeljne paradigme in načela managementa in korporacijskega upravljanja. Podoben izziv je pred zakonodajalci in regulatorji, ki naj poskusijo tovrstna, bolj kompleksna, a bolj uravnotežena načela vključiti v korporacijsko zakonodajo in korporacijsko prakso.

Vodilni management se v sodobnih korporacijah nefinančnega in finančnega sektorja sooča z zahtevnimi dilemami. Različne skupine delničarjev pričakujejo kratkoročne rezultate in posledično dividende, drugi deležniki in širša skupnost običajno pričakuje dol-

goročni vzdržen in uspešen razvoj korporacij. Ta dva cilja sta si največkrat v nasprotju. Strateški management pravilno izpostavlja kompleksnost interakcij in pojavov znotraj organizacije in zunaj nje (Tavčar 2000; Biloslavo 2008) pri upravljanju in vodenju sodobnih organizacij.

Raziskovalno vprašanje se glasi, kakšen bi moral biti regulatorni okvir za delovanje sodobnih korporacij in za management v teh korporacijah, da bi kar najbolj uravnotežili dva medsebojno izključujoča cilja: zagotavljanje kratkoročnih rezultatov za delničarje in zagotavljanje dolgoročne vrednosti ter dolgoročne vzdržnosti sodobnih korporacij.

Metoda pričujočega prispevka bo primerjalno-pravna. Podana je normativna analiza nekaterih najbolj razvitih korporacijskih modelov v svetu ter predstavljene primerjalne prednosti in šibkosti teh modelov (Hopt 2011). Teoretična predpostavka je, da ne obstaja en sam najboljši možni korporacijski model, h kateremu bi morale težiti vse pravne ureditve po svetu, temveč da imajo raznoliki korporacijski modeli (anglosaški, evropski kontinentalni, japonski) vsak svoje konkurenčne prednosti in šibke točke. Nobeden od omenjenih modelov ni statičen in spopadanje s krizo na normativni in dejanski ravni bo gotovo vplivalo na nadaljnji razvoj teh modelov. Kljub vsemu ni verjetno, da bi se zgodovinske razlike z razvojem nujno zabrisale, je pa verjetno, da se bodo pokazale nove institucionalne, normativne in dejanske rešitve.

Končni cilj prispevka bo prikazati nekatere nove normativne in institucionalne možnosti, ki bi vzpostavile pravni in dejanski okvir za bolj uravnotežen, bolj inovativen in dolgoročno vzdržen razvoj sodobnih korporacij. Sodobne managerske dileme bi se iz polja mehničnega procesa ustvarjanja shem za spodbude, za izvrševanje pogodbenih obveznosti in nadzora podrejenih premaknile v polje managerskega delovanja, ki spodbuja sodelovanje in presega kratkoročne interese različnih akterjev. Takšen normativni, institucionalni in dejanski premik bi lahko omogočil pomembne komparativne prednosti katerega koli od primerjalnih korporacijskih modelov (Miller 1992, 3, 232–233).

Maksimiranje vrednosti za delničarje

Kot je uvodoma poudarjeno, gre za slabo razumljeno in v praksi velikokrat napačno izvajano načelo. Pogosto se celo razume in razlaga kot z zakonodajo opredeljeno pravilo, čeprav ga ne pozna niti ameriška zakonodaja, kjer se omenjeno načelo najbolj striktno izvaja v praksi (Blair 1995, 215–216; Blair in Gomory 2008). Vrsta strokov-

njakov ameriškega korporacijskega upravljanja zato ugotavlja, da je takšen ekstremen in izključen cilj pripeljal vodstva korporacij daleč stran od interesov svojih zaposlenih in celotne družbe.

Pravno-primerjalni pregled ni pokazal, da bi druge pomembnejše zakonodaje po svetu poznale pravilo oziroma pravno normirano zahtevo po maksimiranju vrednosti za delničarje (Bohinc 2008, 782 in naslednje). Še najbližje zakonski določbi je Sec. 2.01 ameriškega korporacijskega prava, ki v svojem jedru managerjem korporacije zapoveduje, da morajo imeti kot cilj poslovnega delovanja povečevanje dobička korporacije in koristi za delničarje (»a corporation [...] should have as its objective the conduct of business activities with a view to enhancing corporate profit and shareholder gain« – citirano po Roe 2001, 8–9). Podobno angleški Companies Act iz leta 2006 predpostavlja povezavo med maksimiranjem vrednosti za delničarje in družbeno koristjo (citirano v Hopt 2011, 31, op. 164). Evropske korporacijske zakonodaje podobnih določb ne poznajo, zanje je »kompas« za delovanje managerjev upravljanje podjetij v družbenem interesu (Roe 2001, 9). Nemška zakonodaja ne govori, da so managerji agenti delničarjev. Toda strokovnjaki za primerjalno korporacijsko upravljanje opozarjajo, da so se v zadnjih dveh desetletjih pod vplivom globalizacije zgodile velike spremembe tudi v evropski praksi korporacijskega upravljanja. Deloma iz strahu, da bi podcenjene delnice velikih nemških korporacij postale prevzemna tarča multinacionalk, deloma z željo po izenačevanju s prejemki ameriških vodilnih managerjev – zlasti po združitvi Daimler-Chryslerja je narekovala vse večjo prisotnost retorike maksimiranja vrednosti za delničarje tudi v Nemčiji. Tudi v Nemčiji se velike korporacije in finančne ustanove odmikajo od zgodovinskih značilnosti kontinentalnega modela upravljanja korporacij z namenom dolgoročnega vzdržnega razvoja, končni izid tega razvoja pa je še vedno povsem odprt (O'Sullivan 2001, 287–288).

Čeprav bom v pričujočem razdelku problematiziral trdno zasedrano, a pogosto napačno ali preveč površno razumljeno načelo maksimiranja vrednosti za delničarje, želim tudi poudariti, da to še ne pomeni, da korporacije ne bi smele ustvarjati vrednosti za svoje delničarje. Prav v tranzicijskih in posttranzicijskih korporacijah se je po izvedeni privatizaciji velikokrat pokazalo, da je v pogojih šibke pravne zaščite mogoče izigravati tako majhne delničarje kot tudi zaposlene in druge deležnike. Za takšne situacije bi bila sposobnost maksimiranja vrednosti za delničarje, seveda ob predpostavki predhodnega poplačila vseh drugih deležnikov korporacij, vključno z zaposlenimi, že korak naprej v razvoju korporacijskega upravlja-

nja in spoštovanja temeljnih načel korporacijskega prava. Pogosta izigravanja pravnih pravil v tranzicijskih in posttranzicijskih ureditvah so velikokrat pripeljala do velikega upada malih delničarjev, do zmanjšane vloge zaposlenih in drugih deležnikov in do nizke ravni delničarske demokracije. Mnoga privatizirana podjetja se niso uspešno prestrukturirala in niso (p)ostala konkurenčna na vse bolj liberaliziranih mednarodnih trgih.

Specifično ravnanje vrste privatiziranih korporacij v tranzicijskih in posttranzicijskih družbah kaže na to, da sta način in izvedba privatizacije pomembna, čeprav so mnogi neoklasični ekonomisti v času množične privatizacije trdili, da ni pomembno, kako se privatizira, in da je najpomembnejša hitrost privatizacije. V praksi pa se je pokazalo, da prvotna alokacija lastninskih upravičenj v nasprotju s Coasovim teoremom šteje in da lahko celo odločilno vpliva na ravnanje pri olastninjenju korporacij. Ker namen tega prispevka ni posebej razpravljati o problemu ravnanja privatiziranih gospodarskih družb, vendarle kaže izpostaviti eno ključnih značilnosti iz tega obdobja, ki jo je verjetno najbolje artikuliral John Nellis, ko je opisal privatizacijski paradoks: v državah z dobro organizirano in odgovorno birokracijo je mogoče uspešno upravljati tudi podjetja v državni lasti, medtem ko v državah z neučinkovito in korumpirano birokracijo ni realno pričakovati, da bi privatizacija lahko rešila vse ekonomske probleme (Nellis 1999, 22). Z drugimi besedami, v državah, ki imajo urejen, učinkovit in transparenten javni sektor, dobro in učinkovito delujejo tako javna kot zasebna podjetja. V državah, kjer pa ne premorejo usposobljene, transparentne in učinkovite državne uprave, tudi zasebni sektor deluje neuspešno in neučinkovito.

Spoznanje, da ustanove in akterji v posameznih posttranzicijskih državah še naprej ravnajo drugače od akterjev in institucij razvitih industrijskih držav kljub podobnim ali včasih celo identičnim pravnim pravilom, v določeni meri še dodatno zapleta našo analizo pravnega okvira za učinkovito ravnanje in upravljanje sodobnih korporacij. Vendar je za našo analizo pravnih vidikov in dilem, povezanih s sodobnimi paradigmi managementa, najpomembnejše razumeti trenutne dileme in možen prihodnji razvoj pravnih pravil in načel korporacijskega upravljanja v najbolj razvitih pravnih in ekonomskih ureditvah. Ta pravila in načela v takšni ali nekoliko modificiranih oblikah namreč prej ali slej pridejo tudi do drugih držav, še zlasti če gre za države članice mednarodnih povezav, kot je Evropska unija.

Poenostavljen shematičen prikaz, kako se mora korporacijo upravljati v (izključno) korist njenih delničarjev, zgleda tako: ker so delničarji lastniki korporacije, se mora korporacijo upravljati v njihovo

korist. Delničarji nimajo zagotovljenih fiksnih prejemkov, zato nosijo rezidualno, lastniško tveganje glede uspešnega poslovanja. V nasprotju z zaposlenimi, ki prejemajo fiksne prejemke, z dobavitelji, ki prejemajo dogovorjena fiksna plačila za naročila, ter z upniki, ki za svoja posojila prejemajo fiksno dogovorjene obresti, delničarji korporacije nosijo tveganje glede morebitnih dividend in njihove višine, ki je izplačana po tem, ko korporacija izpolni vse svoje druge obveznosti. Prejemki delničarjev torej nihajo v odvisnosti od uspešnosti poslovanja in so negotovi. Ker so delničarji zadnji v vrsti deležnikov, ki v primeru uspešnega poslovanja prejmejo prejemke v obliki dividend, pomeni spoštovanje načela maksimiranja vrednosti za delničarje tisto načelo, po katerem so predhodno v celoti poplačani vsi drugi deležniki. Dodaten argument za spoštovanje načela maksimiranja vrednosti za delničarje nastopi v primeru stečaja, saj delničarji izgubijo vse, medtem ko ostali deležniki lahko, odvisno od vrstnega reda, prejmejo vsaj določen sorazmeren delež stečajne mase.

Delničarji so v skladu s konvencionalno teorijo korporacij rezidualni upravičenci in rezidualni nosilci nadzorstvenih pravic. Po prepričanju vodilnih zagovornikov konvencionalne teorije korporacij, kot sta Milgrom in Roberts (1992, 291), je povezovanje rezidualnih prejemkov in rezidualnih upravičenj ključno za učinkovito razdelitev ustreznih spodbud v korporaciji.

Toda konvencionalna teorija korporacije, ki naj bi predstavljala optimalno razdelitev spodbud in nagrad za tveganja v korporaciji, ima po mnenju kritičnih teoretikov sodobnega korporacijskega prava vrsto pomanjkljivosti. Ameriška profesorica korporacijskega prava Margaret Blair je opozorila, da zunanji delničarji korporacije – ne glede na to, ali gre za javne ali zasebne delničarje – še zdaleč niso edini nosilci tveganj v korporaciji. Zaposleni v korporaciji, ki razvijajo specifična znanja in vlagajo v specifične usposobljenosti za delo v določeni korporaciji, prav tako nosijo s tem povezana tveganja. Še več, glede na to, da delničarji uživajo pravno priznano omejeno odgovornost, po kateri za bremena korporacije odgovarjajo le s svojim vložkom v korporacijo, ne pa s svojim osebnim premoženjem, utegnejo zaposleni v korporaciji z razvijanjem specifičnih znanj nositi večja tveganja. Zunanji delničarji lahko tudi ustrezno porazdelijo svoj finančni portfelj med več različnih korporacij in tako ustrezno zmanjšajo svoja tveganja, lahko pa po svoji presoji prodajo delnice posamezne korporacije in kupijo delnice druge korporacije. Zaposleni v korporaciji pa svojega dela, specifičnih znanj in vlaganja v usposabljanja ne morejo razpršiti istočasno med več različnih korporacij. Zato teoretiki, kot je Margaret Blair ali pred njo James Meade,

opozarjajo, da človeški kapital zaposlenih nosi večja tveganja zaradi nemožnosti diverzificiranja in da bi posledično morali biti zaposleni partnerji zunanjim delničarjem pri delitvi nadzornih pravic in pravic prejemkov iz sredstev korporacij (Blair 1995, 26–33).

To je le ena od pomembnih kritik konvencionalnega načela maksimiranja vrednosti za delničarje. Vrsto pomembnih kritik tega načela sta podala William Lazonick in Mary O'Sullivan, ki v pretiranem vztrajanju na tem konvencionalnem načelu vidita enega od poglavitnih vzrokov za finančno krizo. Ta ima svoje korenine že v pravnih in finančnih spremembah, ki so se dogajala vsaj desetletje ali dve pred dejanskim izbruhom krize (Lazonick in O'Sullivan 2000). V skladu z načelom maksimiranja vrednosti za delničarje so korporacije tradicionalno izplačevale dividende iz dobičkov korporacij. V zadnjih dveh desetletjih pa so korporacije spremenile prakso in so začele izplačevati dividende na podlagi odkupovanj delnic (angl. *share buy backs*). Lazonick poudarja, da je tradicionalna delitev dividend v obliki gotovine pomembno drugačna od novejših praks izplačil delničarjem v obliki odkupovanj delnic. V prvem primeru dividende pomenijo donos imetnikov delnic, ki tako ohranjajo svojo zavezanost določeni gospodarski družbi, medtem ko gre v drugem primeru odkupovanja delnic za spodbudo managerjem, da z odkupi dvigujejo ceno delnic in s tem tudi svojih opcij, četudi na ta način zmanjšujejo dolgoročno vrednost takšne gospodarske družbe (Lazonick 2008).

Prav v izrednem porastu odkupovanja delnic s strani ameriških korporacij in z istočasnim velikim porastom prejemkov izvršnih direktorjev v obliki opcij – v letu 2008 so po Lazonickovem izračunu odkupi znašali kar 597 milijard ameriških dolarjev, še v letu 2003 pa »le« 120 milijard ameriških dolarjev – vidi Lazonick velikansko manipulacijo na trgu kapitala, ki izhaja iz načela maksimiranja vrednosti za delničarje in je pripeljala do zmanjšanja dolgoročne vrednosti mnogih ameriških korporacij, ki sestavljajo indeks S&P 500 ter pomagala poglobiti finančno krizo. Ideologija maksimiranja vrednosti za delničarje tako po Lazonickovem prepričanju predstavlja obsežno breme za ameriške korporacije (Lazonick 2008).

Načelo maksimiranja vrednosti za delničarje pomembno vpliva na kontekst delovanja, procesov in odločanja v korporacijah. Finančna merila nadzora nad uspešnostjo poslovanja so postala ključna, merilo kratkoročnih rezultatov pa ključno za presojo učinkovitosti. Posledično je postal najpomembnejši cilj moderne korporacije, da ohranja vrednost cene delnice nad knjigovodsko vrednostjo korporacije. Če pade cena delnice pod knjigovodsko vrednost, je takšna družba v nevarnosti, da bo prevzeta. Zato so managerji korpora-

cij začeli izvajati različne aktivnosti, kako ohranjati dovolj visoke vrednosti delnic, med katerimi so tudi odkupovanje delnic ali zadolževanje, kar zmanjšuje interes za prevzem. Te taktike ne prispevajo k povečanju produktivnosti korporacije, vendar učinkujejo na dvig cene delnic ter ohranjajo obstoječa vodstva korporacij (Fliegstein 1990, 260).

Preobrazba sodobnih korporacij po načelu maksimiranja vrednosti delničarjev je v pomembnem obsegu preusmerila pozornost managerjev k dogajanjem na trgu kapitala. Takšen kontekst delovanja in odločanja je tudi spremenil profil in kompetence managerjev. Če so ameriške korporacije v času vzpona teh korporacij vodili managerji, ki so bili ustanovitelji ali kako drugače povezani z nastankom korporacije, so poznali in spremljali njen tehnološki razvoj ter proizvode in skoraj nihče od managerjev največjih ameriških korporacij ni imel diplome iz MBA (do leta 1959 le dva managerja z MBA), se je ta profil precej spremenil po letu 1959. Priča smo velikemu porastu managerjev z diplomami MBA in znanji iz marketinga, prodaje in financ. Veliko manj pa so nove generacije managerjev povezane s proizvodnjo in proizvodnimi procesi, tehnologijo in tehnološkimi razvojem (Fliegstein 1990, 280–287). Seveda so v razvoju korporacij skozi dvajseto stoletje postali procesi odločanja na različnih ravneh vse bolj kompleksni in zahtevni, kar nedvomno tudi povečuje potrebo po specializiranem izobraževanju iz področja managementa, kljub temu pa tudi omenjeno spoznanje o spremembi profila managerjev skozi dvajseto stoletje kaže na določene spremembe v perspektivah in vrednotenju managerskega dela.

Kontekst odločanja – kratkoročni in dolgoročni učinki različnih poslovnih odločitev – je tako vedno bolj pod vplivom načela maksimiranja vrednosti za delničarje in pod kratkoročnimi pritiski finančnih trgov. Tako se sodobni vodilni managerji velikih korporacij znajdejo pred skoraj nerešljivo nalogo: Kako delovati tako, da bodo ustvarjali kratkoročne pozitivne rezultate, obenem pa ohranjali in vzdrževali dolgoročno konkurenčnost korporacije? Ustvarjanje kratkoročnih rezultatov in rasti je mogoče predvsem z nadzorovanjem in zniževanjem stroškov na vseh ravneh poslovanja in proizvodnje ali storitev, za krepitev dolgoročne konkurenčnosti pa so potrebne naložbe, ki so tvegane in ni nobenega vnaprejšnjega zagotovila, da bodo tudi dobičkonosne. Predvsem pa terjajo vrsto sprememb v organizaciji, tehnologiji, izobraževanju in marketingu, če želi korporacija na primer ustvariti nov, inovativen proizvod. Negotovosti pa so povezane tudi s potrošniškim trgom, saj ni nujno, da trg nov, dopolnjen ali inovativen izdelek tudi sprejme. Za pripravljenost na dolgoročna

tveganja, ki jih prinašajo s seboj dolgoročne naložbe v nove tehnologije, nove proizvodne procese in nove proizvode je potrebna dolgoročna finančna podpora, tega pa prevelik poudarek finančnih trgov na kratkoročnih rezultatih korporacij ne daje v potrebni in zadostni meri.

Razprava o maksimiranju vrednosti za delničarje, o pritiskih finančnih trgov po ustvarjanju kratkoročnih rezultatov – kar se odraža na ceni delnic teh korporacij – ter o manjkajoči podpori za dolgoročna razvojna tveganja morda na prvi pogled deluje trivialno, pa vendar imajo velike posledice za delovanje in odločanje v korporacijah, za sistem nagrajevanja vodilnih managerjev, za presojo njihove uspešnosti in za dolgoročen uspešen razvoj korporacij.

Empirična raziskava za ameriške korporacije je pokazala, da so med gospodarsko recesijo in počasnim okrevanjem v letih 2008 in 2009 dobički korporacij začeli hitro naraščati, obenem pa so naložbe stagnirale. Ameriške korporacije v času recesije in počasnega okrevanja ravnaajo podobno, kot so že v letih pred tem: osredotočajo se na aktivnosti, ki povečujejo vrednost delnic (na primer odkupovanje delnic in izplačila dividend) v veliki meri na račun dolgoročnih naložb in rasti produktivnosti.

Analiza produktivnosti sicer kaže na nujno potrebno povečanje dolgoročnih naložb, saj rast produktivnosti ameriških korporacij stagnira že od sredine preteklega desetletja, ki temelji na zgodovinsko nizkih ravneh neto naložb. Ključne naložbe, kot so naložbe v opremo ali v usposobljenost zaposlenih, so presahnile, kar povečuje verjetnost počasne rasti produktivnosti. Struktura korporacijskega upravljanja v tem kontekstu spodbuja kratkoročne špekulativne naložbe. Tudi merila za presojo uspešnega delovanja vodilnega managementa so preveč odvisna od kratkoročnih rezultatov, dodatno pa h kratkoročnim dejavnostim korporacije prispeva sistem nagrajevanja v obliki opcij, ki jih je prav tako mogoče enormno povečevati z nihanji cen delnic na finančnem trgu. Prav te napačne in izkrivljene spodbude prispevajo k vse večjemu odmiku od dolgoročnih razvojnih strategij korporacij, ki vključuje naložbe v opremo, v raziskave in razvoj, v zaposlovanje in usposabljanje zaposlenih (Weller in Residenbach 2011, 5–6).

Kakšni bi torej morali biti normativni ukrepi in dejanska usmeritev za delovanje korporacij, da bi bolj uravnotežili razmerje med kratkoročnimi prizadevanji in dolgoročnimi odločitvami ter da bi krepili namesto zavirali dolgoročno konkurenčnost in razvoj korporacij v korist vseh deležnikov ter širšega okolja? Normativni ukrepi bi morali na novo definirati nekatera ključna načela in merila, po

katerih se presoja uspešnost poslovanja korporacije in njenih odločitev. Nanašati bi se morala na vse ključne deležnike, ki po sistemu zavor in ravnotežij sodelujejo in na različnih ravneh odločajo o temeljnih odločitvah korporacije. To so vodilni direktorji in nadzorni organi v korporacijah, delničarji (mali in veliki), zaposleni, seveda pa tudi regulatorji, finančni trgi, posojilodajalci, dobavitelji, kupci in širša družbena skupnost, v kateri posamezne korporacije opravljajo svojo dejavnost. Zato bi morali kot temeljno načelo, ki presega poenostavljeno razumevanje načela maksimiranja vrednosti za delničarje sprejeti kot izhodišče načelo, da imajo vodilni managerji korporacij odgovornost ne le do delničarjev, temveč tudi do zaposlenih, do drugih deležnikov korporacije in do skupnosti, kjer izvajajo svojo dejavnost.

Kot so imele korporacije še pred desetletji ustrezne spodbude za vlaganje v raziskave in razvoj, izobraževanje in usposabljanje zaposlenih, v krepitev tehnološkega in ekspertnega znanja doma, so postopoma pod pritiskom načela maksimiranja vrednosti za delničarje managerji začeli iskati poti, ki maksimirajo vrednost zanje tudi na načine zniževanja stroškov dela in vseh drugih domnevno nepotrebnih stroškov. Še leta 1981 je ameriško poslovno združenje Business Roundtable sprejelo načelo, da morajo vodilni managerji korporacij na uravnotežen način upoštevati interese delničarjev, kakor tudi interese zaposlenih, ameriške industrije in celotne države. Leta 2004 so to načelo odpravili in sprejeli načelo, da je edina obveznost korporacij in vodstvenega managementa, da maksimirajo vrednost za delničarje. Takšen razvoj korporacij pa je šel vse bolj v korist kratkoročnih dobičkov delničarjev – tudi zaradi vse pogostejše selitve proizvodnje in delovnih mest v cenejše predele sveta – ter na škodo naložb in dolgoročnega razvoja ter krepitev konkurenčnosti teh korporacij (Blair in Gomory 2008).

Zato se v vrsti vodilnih industrializiranih držav ponovno sprašujejo, kako bolje uravnotežiti interese različnih deležnikov v korporaciji in kako na novo opredeliti tista temeljna načela in pravila, ki naj jih zasledujejo korporacije ter vodilni managerji. Tako so v Veliki Britaniji v želji, da bi bolje uskladili interese delovanja korporacij in celotnega gospodarstva ter družbe leta 2006 dopolnili svojo gospodarsko zakonodajo in v British Companies Act vnesli izredno določbo, da morajo direktorji korporacij pri svojih odločitvah upoštevati zaposlene, skupnost in mnoge druge dejavnike. V zadnjih letih so tudi mnoge ameriške zvezne države v svoje zakonodaje vnesle podobne določbe, vendar za zdaj nimajo pomembnejšega učinka na delovanje korporacij (Blair in Gomory 2008).

Prizadevanja, ki bodo preseгла poenostavljeno in površno gledanje na korporacijo, ki mora maksimirati vrednost za delničarje, bodo zahtevna in dolgotrajna. Terjala bodo zakonodajne spremembe, kot v angleškem primeru, toda tudi izhodišča in usmeritve, ki jih bodo sprejemala in podpirala profesionalna združenja, finančne ustanove in finančni trgi, pa tudi progresivni akademski krogi in končno tudi sodna praksa na podlagi spremenjenih, bolj domišljenih in ustrezno nadgrajenih načel in pravil. Ker pa bo takšen korak pripeljal do mnogo bolj kompleksnih načel, v katerih se bodo ustrezno kombinirali tako kratkoročni kot dolgoročni interesi korporacije in uravnoteženo obravnavali interesi različnih deležnikov korporacije, bo tak korak nedvomno korak v veliko bolj zahteven normativni in dejanski kontekst. Ta pa bo terjal zelo natančno in niansirano razpravo, če bomo želeli ohranjati dinamična ravnotežja med različnimi interesi in obenem zagotavljati uspešen dolgoročen razvoj ter dolgoročno konkurenčnost korporacij. *Mutatis mutandis* ob vseh navedenih razlikah med tranzicijskimi ter posttranzicijskimi korporacijami na eni strani in vodilnimi industrijskimi državami sveta na drugi strani velja klic po bolj sofisticirani razpravi o korporacijski strukturi, upravljanju in razvoju tudi za naš kontekst upravljanja gospodarskih družb.

Preseganje površnega in pogosto preveč poenostavljenega načela maksimiranja vrednosti za delničarje terja tudi prilagoditve na finančnih trgih in nujno tudi pri nagrajevanju vodilnih managerjev. Glede nagrajevanja je treba izdelati merila in kazalnike za presojo dolgoročne uspešnosti in konkurenčnosti korporacije ter nagrajevanje vezati pretežno na takšna merila. S tem se bodo pomembno spremenile zdaj močno razširjene spodbude za osredotočenost na kratkoročne dejavnosti za dvig cen delnic na finančnih trgih.

Ne le temeljna načela korporacijskega prava in smernice različnih profesionalnih združenj, prilagoditi se bodo morali tudi finančni trgi in celovita industrijska politika, če se želi znova okrepiti delovanje in povečati vlaganje korporacij v raziskave in razvoj, v nove tehnologije, v izobraževanje in usposabljanje zaposlenih. Tudi finančna regulativa bi morala iti v smeri spodbujanja dolgoročnih razvojnih naložb namesto prevelikega spodbujanja kratkoročnih špekulativnih nakupov in prodaj delnic. Eden od načinov, kako to doseči, je povečano obdavčevanje kratkoročnih dobičkov in manjše obdavčevanje ali celo oprostitvev obdavčevanja za dolgoročne finančne naložbe na kapitalskem trgu. Michael Porter je že pred dvema desetletjema tudi predlagal, da bi morali kot ustrezen cilj korporacije kodificirati pravilo dolgoročne vrednosti korporacije namesto trenutne cene delnic (v Blair 1995, 144, točka 4). Namesto teh predlogov je v zadnjih dveh

desetletjih povsem prevladalo načelo, da je treba maksimirati vrednost za delničarje in da trenutna cena delnic pomeni najboljšo napoved za prihodnje gibanje cene te delnice.

Dosedanja razprava o nekaterih ključnih izzivih in potrebnih spremembah paradigme managerskega upravljanja s pravnega vidika je pokazala, da so za temeljito rekonstrukcijo delovanja, ciljev in odgovornosti korporacije, managementa in vseh deležnikov potrebne temeljite konceptualne spremembe. Te so sestavljene iz konceptualnih in normativnih sprememb nekaterih temeljnih načel korporacijskega upravljanja, sestavljene pa so tudi iz vrste manjših, vendar pomembnih sprememb, povezanih s spodbudami, nagrajevanji, odgovornostjo in vključitvijo vseh deležnikov v procese odločanja po načelu zavor in ravnotežij iz ustavnega prava. Takšne spremembe lahko pripeljejo do boljšega uravnoteženja raznolikih ciljev korporacij, do vnovične krepitve dolgoročnih razvojnih prizadevanj korporacije, do večje odgovornosti korporacije ne le do delničarjev, temveč tudi do vseh drugih deležnikov korporacije (Unger 1998, 41–52).

Od fordistične do postfordistično organizirane korporacije

Čeprav je eno osrednjih vprašanj transformacije korporacijskega prava in korporacij problem načela maksimiranja vrednosti za delničarje, je za celovito transformacijo sodobnih korporacij treba izpeljati tudi druge obsežne konceptualne, pravne in dejanske spremembe.

Tradicionalni način organizacije proizvodnje temelji na predpostavki toge delitve dela, ozko definiranih vlog, stroge hierarhije odločanja, velike razdalje med tistimi, ki definirajo delovne naloge, in tistimi, ki jih izvajajo. Svoj izvor ima v opisu Adama Smitha iz tovarne bucik, kako je mogoče z delitvijo dela precej povečati učinkovitost proizvodnje. Po njegovem mnenju je delitev dela omejena z velikostjo trga (Smith 2010, 11–17, 27–31).

Vzpon množične proizvodnje standardiziranih proizvodov na podlagi delitve dela, specializacije in rutine se je v resnici začel pozneje, šele z vzponom moderne korporacije in managerske revolucije, ki jo je v kontekstu ameriškega gospodarskega vzpona najbolje opisal Alfred Chandler. Zanje integracija velikega ameriškega trga skozi gradnjo železniškega omrežja neposredno in posredno pripelje do modernih oblik organizacije poslovanja. Zaokroženje pred tem fragmentiranega povpraševanje je po njegovem prepričanju odprlo pot do uvedbe tehnologij za množično proizvodnjo (Piore in Sabel 1984, 25–26).

Standardizirana množična proizvodnja na podlagi ozko specia-

liziranih vlog in toge delitve dela je pripeljala do standardiziranih proizvodov za množično potrošnjo na velikem ameriškem trgu. Predpostavljala je kapitalsko intenzivno proizvodnjo z nizko in srednje usposobljenimi delavci ter natančno izvajanje nalog na podlagi stroge delitve dela med tistimi, ki delovne operacije načrtujejo in nadzorujejo, ter tistimi, ki jih izvajajo. Takšna organizacija dela, ki je terjala vse bolj birokratsko organiziranost velikih ameriških korporacij, je dolgo veljala za najučinkovitejši način in organizacijo proizvodnje. Dolgo časa so ta model množične proizvodnje standardiziranih proizvodov industrijski zgodovinarji in drugi strokovnjaki prikazovali kot najbolj uspešen in najbolj učinkovit model. Gospodarski razvoj in standardizirana množična proizvodnja v velikih korporacijah sta se prikazovala kot zgodovinsko najbolj uspešen in učinkovit način proizvodnje, ki mu morajo slediti druge regije in druge države sveta, če želijo tudi same gospodarsko napredovati.

Vendar pa so že v desetletjih po drugi svetovni vojni začele kazati omejitve množične proizvodnje standardiziranih proizvodov na podlagi toge delitve dela znotraj velikih korporacij. Omejitve so se začele kazati tako znotraj korporacijske organizacije kot tudi na vse bolj zasičenih trgih. V organizacijski strukturi so se pokazale omejitve v togi delitvi dela, ki ni predpostavljala pretoka informacija iz same proizvodnje do vodilnih managerjev, tako da ni bilo zadostnih informacij o napakah v proizvodnji, o tehnoloških pomanjkljivostih, o tem, kje nastajajo ozka grla v proizvodnji in kje sami zaposleni vidijo možnost izboljšav. Vodenje korporacij od zgoraj navzdol je prispevalo k asimetriji informacij znotraj korporacij, k mnogim neučinkovitostim vse večjih in vse bolj kompleksnih organizacij. Po drugi strani je tudi množično povpraševanje pokazalo določene omejitve, med katerimi ne gre le za zasičenost posameznih trgov kot omejitve, temveč tudi za spremenjene navade množičnih potrošnikov, ki niso več kazali takšnega zanimanja za standardizirane proizvode (Piore in Sabel 1984, 184).

Množična proizvodnja, povezana z ekonomsko, poslovno in pravno organizacijo velikih korporacij dvajsetega stoletja tako ne predstavlja edine možne in nujne zgodovinske oblike za sodobno organizacijo dela in proizvodnje za trg. Pokazalo se je tudi, da je uspešna in učinkovita le v določenih specifičnih pogojih stabilnega in predvidljivega povpraševanja po standardiziranih proizvodih, ne pa tudi v pogojih nestabilnega povpraševanja na domačih in svetovnih trgih. V takšnem, bolj negotovem okolju je množična proizvodnja standardiziranih izdelkov in storitev preveč toga in se prepočasi odziva na spremembe na trgu. Zaradi premajhnega sodelovanja znotraj korpo-

racij, prevelikega razkoraka med tistimi, ki definirajo delo, in tistimi, ki delovne naloge izvajajo, prepočasi in premalo uvaja inovacije v obliki novih tehnologij in novih proizvodov, ki so nujno potrebne zaradi spremenjenih potreb na trgu.

Smithova tovarna bucik in Fordov tekoči trak predstavljata omejeno in omejevalno variacijo, ki je upravičena ter lahko deluje le v posebnih okoliščinah, toda postaja vse bolj neprimerna za moderne ekonomije, družbe in kulture, v katerih še obstaja. Zato so mnoge vodilne korporacije in mnoge vodilne regije sveta osvojile novo, postfordistično organizacijo in proizvodnjo. Najbolj napredne korporacije in regije sveta so tako močno decentralizirale odločanje, načrtovanje in izvajanje proizvodnje, v čemer močno decentralizirane velike korporacije vse bolj postajajo podobne industrijskim konglomeratom in konfederacijam majhnih in srednjih podjetij. Njihove odlike so veliko večje sodelovanje znotraj korporacij, preseganje togih hierarhičnih oblik dela, namesto katerih se vzpostavljajo in organizirajo timi strokovnjakov in delavcev pri posameznih projektih, inovacijam prijazno in naklonjeno okolje. Namesto množične proizvodnje standardiziranih proizvodov je značilnost postfordistične proizvodnje, da ustvarjajo izdelke v manjših obsegih, a so prilagojeni specifičnim potrebam kupcev, zato vsebujejo tudi višje dodane vrednosti (Best 1990, 205–208). To zahteva naložbe v stalna izobraževanja in izpopolnjevanja na delovnih mestih, veliko bolj usposobljene vse zaposlene, kjer delo ne pomeni stroška korporacije, temveč vrednost. Režim tekmovalnega sodelovanja, ki predpostavlja, da ljudje na istih segmentih proizvodnje tekmujejo v posameznih vidikih in istočasno sodelujejo v drugih vidikih dejavnosti, kot so delitev in izmenjava informacij, znanj in idej, posamezni napor in druge oblike sodelovanja.

Na znanju temelječa družba zahteva inovacije v organizacijski strukturi in delovanju ter ciljnih korporacij enaindvajsetega stoletja. Postfordizem v tem smislu pomeni sposobnost korporacij za uvajanje stalnih inovacij in izboljšav, ki izhajajo iz okrepljenega sodelovanja ter manj specializiranih in togih vlog, kakršna je klasična množična proizvodnja standardiziranih proizvodov in rutinskega ponavljajočega dela. Postfordizem bolj kot na rutiniranem ponavljajočem delu temelji na tradiciji predfordistične proizvodnje umetniške obrti, ki temelji na majhnem obsegu visokokakovostnih, ustvarjalnih izdelkov. Novost postfordizma pa je poudarek na sodelovanju, inovacijam in novostim prijaznem okolju, na tehnologijah in strojih za splošne namene, ki jih je mogoče hitro prilagajati za potrebe spremenjenih izdelkov, in seveda na majhnem obsegu izdelkov z visoko dodano

vrednostjo. S sposobnostjo marketinga in tržnih niš takšni visokokakovostni izdelki lahko najdejo mesto na trgu v najvišjih cenovnih in kakovostnih razredih.

Možni alternativni pristopi

Primerjalni pregled in normativna analiza načela maksimiranja vrednosti za delničarje in s tem povezane dileme za managerje, kako krmariti med zahtevami po kratkoročnih rezultatih in dolgoročnem vzdržnem razvoju v korist vseh deležnikov. Poglavje o prehodu iz fordizma v postfordizem ni bil naključen zgodovinski ekskurz, ampak je bil namenjen prikazu novih managerskih, upravljavskih in korporacijskih paradigem, ki so pogosto izpuščene iz konvencionalnih razprav o korporacijskem upravljanju in managerskih dilemah. Teoretiki sodobnih, dinamičnih in inovativnih korporacij poudarjajo, da je v nasprotju s klasičnimi korporacijami, ki optimirajo rutinske procese množične standardizirane proizvodnje, ustvarjajo togo hierarhično strukturo med tistimi, ki opredeljujejo in nadzirajo naloge, in tistimi, ki jih izvajajo, za inovativne, dinamične korporacije pomembno zagotoviti tri pogoje: dolgoročno finančno podporo, organizacijsko integracijo in notranji nadzor (O'Sullivan 2001, 68–69). Dolgoročna finančna podpora je potrebna zaradi tveganj z negotovostjo glede uspeha ali neuspeha inovacij v proizvodnji, organizacijska integracija zaradi okrepljenega sodelovanja različnih skupin strokovnjakov, zaposlenih in managerjev v korporacij in notranji nadzor zaradi dolgoročnega strateškega delovanja korporacij.

Eden od možnih regulatornih načinov, kako okrepiti podporo dolgoročnemu razvoju, je bil že omenjen: namreč, da se uspešnost, prejemki in nagrade managerjev vežejo na dolgoročen uspeh korporacije in na njeno dolgoročno vzdržnost, ne na kratkoročne rezultate, ki jih kaže cena delnic na finančnih trgih. Naslednjo pomembno regulatorno omejitev je v razpravah o finančni krizi in o možnem preseganju te krize predlagal Luigi Zingales. Ugotovil je namreč, da zasebni sektor čezmerno in torej neučinkovito vlaga v relativno varna finančna in relativno zavarovana sredstva z namenom ustvarjati likvidnost, kar vpliva na cene in blagostanje drugih. Zato zagovarja potrebo po regulatornih omejitvah obsega vlaganja v finančna sredstva s strani zasebnega sektorja in močnejšo intervencijo s strani države (Hart in Zingales 2011).

Naslednji normativni pristop je povrnitev k tradicionalni evropski korporacijski zakonodaji, ki kot »kompas« managerjem nalaga, da morajo skrbeti za družbeni interes, torej ne le za interes in kratkoročne koristi delničarjev. Na ta način bi lahko bolje uravnotežili raz-

merja, potrebe in interese različnih deležnikov moderne korporacije, ne le za interese delničarjev. Priporočila OECD na podlagi izkušenj v zvezi s finančno krizo so glede nagrajevanja managerja jasna: sistem spodbud in nagrajevanj mora biti takšen, da podpira dolgoročen razvoj korporacije (OECD 2009, 8). Bolj zadržana so priporočila OECD glede upoštevanja drugih deležnikov korporacije, kar verjetno odseva raznolikost modelov in pogledov znotraj različnih držav članic OECD.

Ena od možnosti krepitve bolj dolgoročnih zastavkov delničarjev in drugih deležnikov korporacije, ki bi skupaj z managementom podpirali dolgoročno vzdržen, dinamičen in inovativen razvoj, je tudi možnost izdajanja posebnih L-delnic, ki bi posebej nagrajevale tiste delničarje, ki so pripravljeni izkazovati dolgoročno zvestobo korporaciji. Predlog, ki sta ga podala Patrick Bolton in Frederic Samama, namreč izhaja iz spoznanja, da so eden ključnih razlogov za kratkoročno orientacijo managerjev prav delničarji, ki se vse redkeje odločajo za dolgoročno imetništvo delnic. Takšen načrt, kot ga predlagata, ni le hipotetičen, saj francoski *Code de Commerce* v členu L. 232-14 že predvideva možnost izdajanja dividend za lojalnost (*dividende majoré*) ali dodatnih glasovalnih pravic za delničarje, ki imajo delnice več kot dve leti. Po drugi strani se je na Nizozemskem v zadevi Royal DSM NN in nekaterih njenih delničarjev pojavilo vprašanje, ali možnost delnic za lojalnost ne pomeni možnosti kršitve načela enakega obravnavanja delničarjev (Bolton in Samama 2012, 37–38).

Možnih alternativnih pristopov h korporacijskemu upravljanju in managerskim strateškim odločitvam je v različnih pravnih, ekonomskih in družbenih kontekstih veliko. Ni mogoče naenkrat upoštevati vseh principov, pravil, smeri. Korporacijski normativni kontekst ni nevtralen, kot ni nevtralen kontekst tržnega gospodarstva, reprezentativne demokracije ali svobodne civilne družbe. Odvisen je od (ne)obstoja družbene razvojne strategije, kakovosti javnih in zasebnih ustanov, trga kapitala, regulatornega okvira, kakovosti izobraževanja in splošne konkurenčnosti družbe. Šele v tem kontekstu razprava o pomenu maksimiranja vrednosti za delničarje, o kratkoročnih in dolgoročnih vidikih, o strateških dilemah managerjev, o vlogi različnih deležnikov dobi svoj polni pomen. Šele v tem kontekstu pride do izraza zelo pomemben uvid Garryja Millerja o tem, da organizacije, katerih managerji so sposobni navdahniti sodelovanje in preseganje kratkoročnih interesov med zaposlenimi, uživa pomembno komparativno prednost pred drugimi organizacijami (Miller 1992, 3, 232–233).

Zaključek

Vse bolj se kaže razkorak med tistimi korporacijami in regijami, ki so sposobne ustvarjati okolje za inovacijam prijazno sodelovanje, ter tistimi, ki ostajajo ujete na segmentih tradicionalne množične proizvodnje z nizko- ter srednje kvalificirano delovno silo z nizkimi dohodki. Preseganje razkoraka med njimi bi moral biti eden največjih izzivov za sodobne družbe, ki se razglašajo za »na znanju temelječe družbe«. Za preseganje razkoraka bi morale namreč osvojiti nove oblike razvojne industrijske politike, spodbujati ter ustvarjati inovacijam prijazno sodelovalno okolje, sprejemati konceptualne rešitve in normativne ukrepe za dolgoročno krepitev konkurenčnosti in razvoja korporacij.

Z omenjenimi izzivi in z iskanjem novih paradigem korporacijskega upravljanja, bolj povezanega z organizacijo proizvodnje, preseganjem načela maksimiranja vrednosti za delničarje ter ustvarjanjem inovativnih korporacij, se soočajo tako najbolj razvite države prvega sveta kot hitro razvijajoče se države tretjega sveta. Podobno velja za tranzicijske in posttranzicijske države.

Natančna analiza in dobro domišljeni konceptualni in normativni predlogi lahko pomembno pripomorejo k novim paradigmam sodobnega managementa, njihova odsotnost ali pa površno razumevanje lahko pomembno podaljšata obdobje krize, spregledata nove priložnosti, ki se nakazujejo, in perpetuirata gospodarsko, finančno in družbeno krizo.

Literatura

- Biloslavo, R. 2008. »Management: odprta vprašanja, dileme in možni odgovori.« *V Management v 21. stoletju*, ur. R. Biloslavo, 15–29. Koper: Fakulteta za management.
- Best, M. 1990. *The New Competition: Institutions of Industrial Restructuring*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Blair, M. 1995. *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Blair, M., in R. Gomory. 2008. »Leadership is More Than Profit.« *Huffington Post*, 5. september. <http://law.vanderbilt.edu/article-search/article-detail/index.aspx?nid=206>
- Bohinc, R., 2008. *Korporacije*. Ljubljana: Nebra.
- Bolton, P., in F. Samama. 2010. »L-Shares: Rewarding Long-term Investors.« <http://www.ecgi.org/ceo/2012/documents/unrestricted/Bolton.pdf>
- Fliegstein, N. 1990. *Transformation of Corporate Control*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

- Hart, O., in L. Zingales, 2011. »Inefficient Provision of Liquidity.« Predstavljeno na mednarodni konferenci Corporate Governance in Crisis, 13–14 januar. <http://www.ecgi.org/ceo/2012/documents/unrestricted/Hart.pdf>
- Hopt, K. 2011. »Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation.« *American Journal of Comparative Law* 59 (1): 1–74.
- Lazonick, W., 2008. »Everyone is Paying Price for Share Buy-Backs.« *Financial Times*, 25. september.
- Lazonick, W., in M. O'Sullivan, 2000. »Maximising Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance.« *Economy and Society* 29 (1): 13–35.
- Milgrom, P., in J. Roberts. 1992. *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Miller, G. 1992. *Managerial Dilemmas: The Political Economy of Hierarchy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Nellis, J. 1999. »Time to Rethink Privatization in Transition Economies?« Discussion Paper 38, The World Bank, Washington, DC.
- OECD. 2009. »Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages.« OECD, Pariz. <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>
- O'Sullivan, M. 2001. *Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*. Oxford: Oxford University Press.
- Piore, M. J., in C. Sabel, 1984. *The Second Industrial Divide: Possibilities for Prosperity*. New York: Basic Books.
- Roe, M. 2001. »The Shareholder Wealth Maximization and Industrial Organization.« Discussion Paper 339, Harvard Law School, Cambridge, MA. http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/339.pdf
- Smith, A. 2010. *Bogastvo narodov: raziskava o naravi in vzrokih bogastva narodov*. Izbral in spremno besedo napisal B. Brščič, prevedel B. Gradišnik. Ljubljana: Studia humanitatis.
- Tavčar, M. I. 2000. *Strateške razsežnosti managementa*. Koper: Visoka šola za management.
- Unger, R., 1998. *Democracy Realized: The Progressive Alternative*. London: Verso.
- Weller, C., in L. Reidenbach. 2011. »On Uneven Ground: The Failure of Corporate Governance and How it Undermind the Economy.« *Challenge* 54 (3): 5–37.