

Drago  
ČENGIĆ

# VLASNIŠTVO I PODUZEĆE: PROBLEM MENADŽERSKE KONTROLE

Proces  
institu  
malno  
zetištu  
moupi  
naglaš  
sku as  
prije i  
koji se  
u uvjet  
tava ka  
skoj. T  
nika k  
menac  
će uz

C  
tekstu  
iskust  
društvo  
svoje  
tite re  
poraci  
ske ko

N  
gućoj  
njima  
trole.

Valja  
uvijek  
cima  
ne Eu  
žemo

# VALJANJA PODUSEĆE PROBLEMI MENADŽERSKE KONTROLE

GRAD  
GRENCE

## Cilj i svrha

---

Proces privatizacije u svim je postsocijalističkim zemljama institucionalno reafirmirao kapitalističku organizaciju formalno slobodnog rada i zapadni model poduzeća i poduzetništva. Dok su stari sustavi »socijalističke« odnosno »samoupravne privrede« kod temeljnih ekonomskih jedinica naglašavali radnu organizaciju kao formalnu strukturu i ljudsku asocijaciju unutar nje, model »tržišne privrede« ponajprije ističe poduzeće kao skup imovine i imovinskih prava koji se ulažu u neku djelatnost radi ostvarenja dobiti/profita u uvjetima neizvjesnosti na tržištu. Osnivanje različitih društava kapitala (d.o.o., d.d.) svjedok je ove tendencije i u Hrvatskoj. Time su i za nas postala važna pitanja o odnosima vlasnika kapitala/imovine i onih koji njime upravljaju, dakle menadžera različitih profila. Pitanja su to koja se vežu najčešće uz funkcioniranje dioničkih društava ili korporacija.<sup>1</sup>

Cilj je ovoga rada da na temelju teorije agencije i u kontekstu istočnoeuropskog i hrvatskog (post)privatizacijskog iskustva razmotri kategoriju poduzeća, odnosno dioničkog društva kao određenu vlasničko-interesnu strukturu koja ima svoje povijesne pretpostavke nastanka i sadašnje uvjete vlastite reprodukcije. Na temelju toga razvit će se problem korporacijskog upravljanja i s njim povezan problem menadžerske kontrole.

Na kraju ćemo pokušati istaknuti određene teze o mogućoj evoluciji privatizacijom nastalih vlasničkih oblika i s njima povezanim oblicima vlasničke (menadžerske) kontrole.

### Teorija agencije i korporacijsko upravljanje

---

Valja priznati da pojam »korporacijskog upravljanja« nije uvek dovoljno jasan, pogotovo kada je riječ o raznim oblicima upravljanja i kontrole u korporacijama Srednje i Istočne Europe. U najširem smislu korporacijsko upravljanje možemo shvatiti kao sustav pomoću kojega vlasnici nekog po-

dužeća prate rezultate rada unajmljenih menadžera kako bi osigurali djelotvorno poslovanje poduzeća i maksimalizaciju bogatstva njegovih vlasnika. Temeljno pitanje toga sustava glasi otprilike ovako: upravljaju li vlasnici dioničkih društava/korporacija doista učinkovito svojom imovinom i na koji način kontroliraju menadžere koji rade, ili bi trebali raditi, samo za interes vlasnika imovine/kapitala?

Za postsocijalističke zemlje tom bismu pitanju možda trebali dodati još jedno: može li se postojeća praksa korporacijskog upravljanja u (novoprivatiziranim) dioničkim društвima smisleno usporediti s nekim od poznatih, zapadnih modela korporacijskog upravljanja? Ili je ovdje riječ o različitom, pa i posve novom tipu korporacijskog upravljanja? Zapadna iskustva upozoravaju nas na jednu činjenicu koju naglašavaju i analitičari istočnoeuropejskih postprivatizacijskih politika (Dobrensky, 1995; Uvalić, 1997): privatizacija sama po sebi ne rješava problem korporacijskog upravljanja i menadžerske motivacije. Gledano iz ove pozicije, moglo bi se reći da glavni cilj privatizacije u Srednjoj i Istočnoj Europi nije tek eliminacija državne kontrole nad poduzećima već prije primjereno spajanje novog vlasništva s efektivnim upravljačkim strukturama, strukturama koje povezuju ciljeve menadžmenta s korporacijskom efikasnošću.<sup>3</sup>

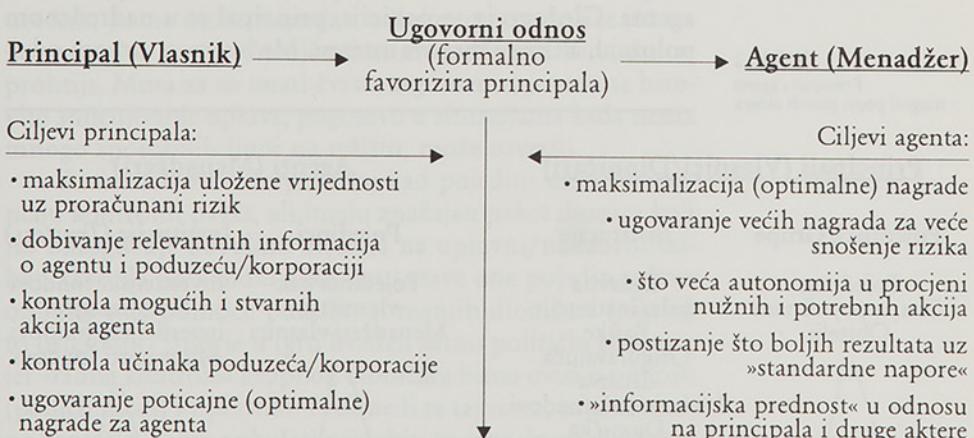
Da bismo lakše razumjeli problem *na razini modela*, valja nam se vratiti na teoriju agencije kao temeljni koncept odnosa u suvremenom poslovanju (Jensen i Meckling, 1976; Oviatt, 1988; Goić, 1995; Kayser, 1997). Teorija agencije izvedena je zapravo iz teorije vlasničkih prava i na slikovit način prikazuje temeljne dileme korporacijskog upravljanja (usp. Andreff, 1996). Naime, agencijski odnos može se razumjeti kao ugovor kojim jedna ili više osoba (»principal/i«) angažira drugu osobu (»agentu«) da izvrše određeni posao za nju, uključujući i delegiranje agentu određenih ovlasti odlučivanja. Iz ovoga se vidi da je *principal* u agencijskom odnosu onaj koji određeni posao povjerava agentu za izvršenje. Najopćenitije, *principal* je vlasnik i nosilac interesa kapitala uloženog u određenu gospodarsku djelatnost - poduzeće. S druge strane, *agent* prihvata da obavi posao za *principal*a i za to je nagrađen. Agentu se nagrada u načelu ugovara unaprijed i *principal* ju je obvezan isplatiti bez obzira na komercijalnu vrijednost ostvarenog učinka. Dakle, *principal* osigurava sredstva (kapital) za izvršenje zadatka, »prisvaja« konačne učinke, ali i snosi rizik gubitaka.

Da to nije idiličan odnos, pokazuje se i na razini samoga formalnoga modela toga odnosa. Naime, kada se jednom već uspostavi odnos između agenta i *principal*a, obje su strane zainteresirane za maksimiziranje vrijednosti određene koristi, odnosno prilike. Funkcija korisnosti »P« *principal*a

ovisi o rezultatu »X« određene akcije »&« koju je izabrao agent. Principal najlakše uočava rezultat »X«, ali često ne može valjano razlikovati učinke same agentove akcije od učinka okolinskih činitelja. S druge strane, funkcija korisnosti »A« za agenta ovisi o nagradi dogovorenoj s principalom i od troškova koje agent ima pri ispunjavanju temeljnih svojih zadaća. Bitno je obilježje ovoga odnosa *informacijska asimetrija* (Kayser, 1997). Principal gotovo nikada ne može savršeno kontrolirati ponašanje agenta, a informacijska asimetrija tiče se u prvom redu problema skrivenih akcija i skrivenih informacija. Neučinkovit nadzor agentovih akcija dovodi do toga da agent može slijediti alternative koje povećavaju njegovu korist umjesto principalove koristi. Analogno, agent ne koristi nužno sve raspoložive informacije jer one traže mnogo više od običnoga npora u rukovođenju tvrtkom. Ima li principal mogućnost da do izvjesne mјere promatra ponašanje agenta i iz njega »čita« određene znakove, on može poboljšati vlastite informacije o učincima tvrtke i samoga agenta. Prema tome, veći broj relevantnih informacija pozitivno djeluje na korisnost »P«.

Kroz duže razdoblje principal se susreće s još dva važna problema. Prvi se odnosi na pronalaženje »optimalne nagrade« (*fee*) - funkcije od ostvarenog netoprihoda  $s(x)$  - koja je dovoljno poticajna za agenta da se on ponaša sukladno principalom ciljevima. Nagrada u svakom slučaju ovisi o učinku koji

SHEMA 1  
Temeljne dimenzije  
agencijskog odnosa



#### STVARNI JE ODNOS PODRUČJE MOGUĆEG KONFLIKTA RADI:

- informacijske asimetrije
- različitog viđenja maksimalizacije uložene vrijednosti
  - različitog viđenja »optimalne« nagrade
  - različitog viđenja alokacije rizika
  - različitih dugoročnih interesa
- nejednakosti u znanju (*know-how*) upravljanja
  - nejednakosti formalnih položaja

je za principala vidljiv i razložan.<sup>4</sup> Pretpostavimo li da rezultat X predstavlja neki prihod, principalova netoprimanja izražava izraz X-s(x). Drugi problem jest pitanje nalaženja efikasne *alokacije rizika* - kako za agenta tako i za principala. Ako dogovoren sustav nagrađivanja udjeljuje velike dijelove prihoda agentu, i on snosi sve veći dio rizika za taj svoj dio vrijednosti. Zato podrobnija analiza alokacije rizika mora voditi računa o preferencijama rizika na obje strane. Kako ističe Eisenhardt (1989), zbog različitog odnosa prema riziku, principal (vlasnik) i agent (menadžer) mogu preferirati i različite akcije. I u toj situaciji principal ne mora biti uvjeren da su poduzete akcije glede smanjenja rizika doista prave i da štite njegov interes.

Drugi autori ističu još neke dimenzije odnosa principal-agent. Primjerice, Goić (1995) osim informacijske asimetrije i različitog odnosa prema riziku spominje još i različitost interesa, nejednakost formalnih položaja i nejednakost znanja.

*Različitost interesa.* Već je uočena nejednakost interesa i motiva, što dovodi do različitih ciljeva koje u poslovanju slijede pojedini akteri. Interes principala je u načelu maksimiranje vrijednosti/profita, dok je interes agenta ponajprije usmjeren maksimiranju vlastite nagrade u odnosu na težinu zadatka.

*Nejednakost formalnih položaja* u poslovnom procesu. Kako je principal vlasnik poslovnog pothvata, on najčešće odlučuje o početku i kraju projekta, time i o angažmanu agenta. Gledano iz te pozicije, principal je u nadređenom položaju, a time i njegovi interesi. Međutim, u samom odvi-

SHEMA 2  
Principali i agenti  
- mogući popis glavnih aktera

### Principali (Vlasnici/Dioničari)

#### Pojedinci/Grupe

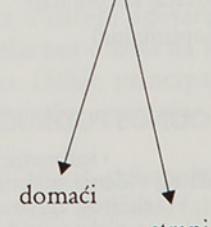
Pojedinac  
Grupa pojedinaca  
Obitelji



### Agenti (Menadžeri)

#### Pojedinci

Pojedinci bez vlasništva  
Menadžeri-vlasnici



#### Institucije (Trustees)

Investicijski fondovi  
Privatizacijski fondovi  
Mirovinski fondovi

janju poslovnog pothvata agent ima povoljniji položaj: on ima neposredan uvid i sve informacije (*know-how*), dok je principal u pravilu odvojen od faze izvršenja.

*Nejednakost znanja.* Agent vrlo često ima veća znanja o neposrednom sadržaju i načinima obavljanja posla negoli principal. Uostalom, zbog toga ga principal najčešće i unajmljuje. No, upravo zbog toga agenti (menadžeri) mogu za sebe izabrati lakši i povoljniji način izvršenja zadatka, prikazivati svoj rad mnogo težim i skupljim no što to objektivno jest. Riječju, nezavisno od stvarnog znanja upravljanja, agenti mogu zbog nejednakosti znanja zavarati principale i time umanjiti vrijednost uloženoga (principalova) kapitala (usp. shemu 1).

Povijesno gledano, problem korporacijskog upravljanja tiče se vremenski duge potrage za primjerenom praksom efikasnog spajanja disperziranog vlasništva nad korporacijama i individualiziranog upravljanja i rukovođenja u korporacijama. Nigdje to tako ne dolazi do izražaja kao u ovostoljetnom razvoju američkih korporacija.

Na primjeru njihova iskustva iz prve polovice ovog stoljeća, A.A. Berle je analitički izdvojio četiri faze nestajanja klasičnog privatnog vlasništva i odvajanja vlasništva od upravljanja.

*Apsolutna kontrola.* Prva faza odnosi se na većinskog vlasnika koji ima kontrolni paket dionica, pa stoga i većinu glasova na skupštini dioničara. On može smijeniti upravu (menadžment), ali niti on nije u punom smislu vlasnik nad poduzećem, jer ne može mijenjati odluke uprave dok je još na kormilu. Ne može smjenjivati ni menadžment kada mu se prohtije. Mora za to imati čvrste argumente, jer mu se hirovito smjenjivanje uprave, pogotovo u situacijama kada nema mnogo sposobnih ljudi na tržištu, može osvetiti.

*Radna kontrola.* To je slučaj kad pojedini dioničari nemaju kontrolni paket, ali imaju značajan paket dionica koji im omogućuje dovoljno utjecaja na upravni/nadzorni odbor, tako da na kandidatsku listu stave one pojedince koje oni žele i da pomoći punomoći manjih dioničara (*proxies*) to osiguraju. Time je u igru uveden bitno politički element: jer »radna kontrola« krupnog dioničara bitno ovisi o odnosu (podjeli moći) s upravom. Prekine li se taj savez, imalac »radne kontrole« mora pokušati pridobiti za sebe druge dioničare i onda povesti borbu s menadžmentom na dioničarskoj skupštini (*proxy fight*). Ovo se često događalo u SAD-u 80-ih godina, kada se kroz brojne »takeovere« i »leveraged management buy-out« operacije vodila bitka između starih, novih vlasnika (vrlo često su to bili različiti institucionalni investitori) i postojećih uprava za »kontrolu korporacija«. Menadžment se uvek pribajava »korporacijskog uljeza« (*corpo-*

*rate rider*) i moguće operacije »preuzimanja korporacije« (*take-over bid*). Najčešće se to događa, u američkom modelu, kada tržišna vrijednost dionica na Wall Streetu padne ispod nominalne, pa se nađe »raider« koji će ih od dioničara pokupovati po nominalnoj vrijednosti i tako preuzeti kontrolu. Krajnja je posljedica te operacije najčešće i odlazak postojeće uprave iz korporacije (usp. Pound, 1992; Salmon, 1993; Pound, 1995; Koster i Luehrman, 1995; Miller, 1995).

*Menadžerska kontrola.* To je situacija kada uprava može uvijek dobiti punomoć većine dioničara i ne mora se ni s kime konzultirati koga će staviti na listu članova upravnog/nadzornog odbora (endokratska korporacija). Najčešće se veže - kako ćemo vidjeti - uz vrlo izraženu disperziju vlasništva nad dionicama konkretnih korporacija. U toj situaciji »top menadžment« odabire i članove upravnog/nadzornog odbora i izvršne direktore. Upravljači biraju sebe i svoje nasljednike. Pri tome se izbori provode uz veliku pompu i strogo poštivanje ceremonijala kako bi se očuvala institucionalna fikcija da »privatni vlasnici« biraju menadžment. Ta je fikcija veoma važna za upravljače jer se na njoj temelji njihov društveni legitimitet (Županov, 1995).

*Kontrola institucionalnih investitora.* U četvrtoj fazi došlo je do odvajanja ulagača čak i od dioničarskog papira. To je slučaj »institucionalnih investitora« kao što su osiguravajuća društva (u manjoj mjeri), mirovinski i investicijski fondovi (u većoj mjeri). Mirovinski i investicijski fondovi imaju osobito veliku i - kako ćemo vidjeti nešto kasnije - ne baš uvijek uspješnu ulogu u razvoju tržišta kapitala u istočnoeuropskim zemljama kao što su Češka i Poljska (usp. Michaels, 1995; King, 1995; Čengić, 1996a). Novac kojim ti institucionalni investitori kupuju dionice ne pripada njima, već korisnicima. Oni su samo upravitelji (*trustees*) toga novca. Ali stvarni vlasnici toga novca (korisnici) čak ni formalno nisu »vlasnici« poduzeća u koje je novac uložen - oni ni formalno nisu dioničari. Time je u ovoj fazi pojedinačno privatno vlasništvo nad poduzećem potpuno nestalo. U svakom slučaju, sadašnji val rasprava o korporacijskom upravljanju u SAD-u i V. Britaniji podudara se u velikoj mjeri s novim usponom institucionalnih investitora kao značajnih dioničara u velikim američkim i britanskim korporacijama te s uočenim izazovima globalnoga gospodarstva.

Postprivatizacijsko iskustvo u istočnoeuropskim zemljama upozorava nas posebno na razlikovanje između »vanjske kontrole« i »unutarnje kontrole« korporacija (shema 2).

*Vanjska kontrola* (*outsider control*) označava odlučujući utjecaj »vanjskih igrača« na izbor i ponašanje menadžera: ključnih (*hard core*) dioničara, članova obitelji osnivača tvrtke, banaka, institucionalnih investitora, kao i mogućih koalicija

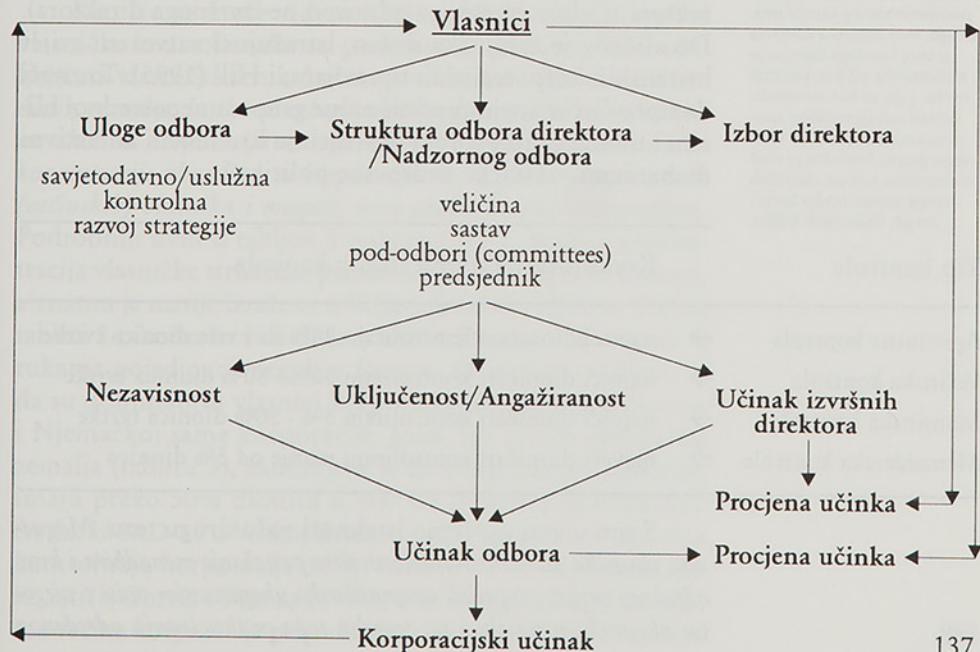
nih vlasnika. Dosadašnje privatizacijsko iskustvo Srednje i Istočne Europe podsjeća nas da država i njezine agencije i dalje značajno sudjeluju u kapitalu dioničkih društava te se stoga javljaju i kao značajni članovi vanjskih »interesnih koalicija« (Frydman i Rapaczynski, 1994).

*Unutarnja kontrola (insider control)* opisuje stanje u kojem razne frakcije bivših direktora - sadašnjih menadžera i zaposlenih imaju odlučujući utjecaj na donošenje strateških odluka. Ona se može temeljiti na faktičnom vlasništvu većinskog paketa dionica ili pak, kao i u zapadnim korporacijama, na određenom složaju suprotstavljenih vlasničkih udjela: u situacijama gdje nema izrazitih većinskih dioničara, tj. gdje nema pojedinaca ili jasnih koalicija dioničara s više od 5% ili 10% ukupnog dioničkog kapitala.

### Zapadna iskustva s korporacijskim upravljanjem

Na temelju rečenoga možemo istaknuti našu prvu tezu. *U praktičnom funkcioniranju dioničarskih društava/korporacija variable informacijske asimetrije, različito videnje maksimalizacije uložene vrijednosti, različito videnje »optimalnih nagrada« na strani principala i agenta, različito videnje alokacije rizika, različiti dugoročni interesi, nejednakosti između principala i agenta glede praktičnog »know-how« za upravljanje organizacijom te nejednakosti njihovih formalnih položaja pogoduju osamostaljenju mana-*

**SHEMA 3**  
Model korporacijskog  
upravljanja prema teoriji  
agencije



džera u odnosu na nominalne vlasnike korporacija. Ta je pojava poznata kao *menadžersko ukopavanje (managerial entrenchment)* i poprima različite oblike u zapadnim i istočnoeuropskim zemljama. Valja istaknuti da je pojava menadžerskog ukopavanja uvijek prisutna kada je u korporacijama prisutna menadžerska kontrola korporacije. No, po svojim izvorima, obilježjima i posljedicama, menadžersko ukopavanje sadržajno je širi pojam od menadžerske kontrole.

U zapadnim korporacijama pojave »menadžerskog ukopavanja« povezuju se sa »suviše moćnim predsjednicima odbora direktora (*chairman - driven corporation*), koji su zbog dugogodišnjeg rukovođenja pojedinim korporacijama izgradili ne samo prepoznatljiv stil vođenja, vladanja i ekonomskog uspjeha već i moćne grupe vlastitih podanika u upravljačkim strukturama - unutar i izvan korporacije. Istraživanja o ovoj temi, kao i tekstovi u stručnoj i popularnoj literaturi, razmjerno su brojna. Mi ćemo ovdje spomenuti tek dva novija. Prema istraživanju O'Neala i Thomasa (1996), dok klasični pristup korporacijskom upravljanju ističe ulogu vlasnika i u izboru predsjednika odbora direktora/nadzornih odbora te izboru izvršnih direktora (usp. shemu 3), stvarnost je nešto drugačija. Vodeći ljudi velikih korporacija istaknuli su da je u posljednja dva desetljeća od iznimne važnosti postala »menadžerska mreža« (*directors networks*), kao neformalna grupa za pritisak koja djeluje u neposrednoj blizini korporacija.<sup>5</sup> Menadžerske mreže iskazuju svoju veliku moć kroz isticanje vlastitih kandidata za vodeća direktorska mjesta u glavnim korporacijama današnjice (članstvo u odborima direktora u ulozi izvršnoga odnosno ne-izvršnoga direktora). Do sličnog je zaključka došao, istražujući zatvoreni svjet britanskih korporacijskih upravljača, i Hill (1995). To znači da upravljačke socio-profesionalne grupe u neposrednoj blizini i unutar samih korporacija djeluju kao moćni korektivni mehanizmi vlasničke kadrovske politike.<sup>6</sup>

TABLICA I  
Vlasnička struktura prema  
tipu kontrole i koncentraciji  
dioničara

(Izvor: C. G. Gorri, V. S. Fumas, 1996.)

Napomene: Prvo, u konkretnim zemljama/situacijama moguće je da pojedinim tipovima kontrole odgovara i drukčija koncentracija (veća-manja) dioničkog kapitala. Ovdje je riječ o jednoj empirijskoj tipologiji na temelju španjolskoga iskustva, iskustva periferije zapadnoeuropskog kapitalizma. Drugo, menadžerska kontrola u ovoj tipologiji zapravo je ekvivalentna tržišnoj kontroli tvrtke, gdje se kao nominalni vlasnicijavljaju različite institucije odnosno moćne interesne grupe. Najčešće je riječ o vlasnicima koji do vlasničkih uloga dolaze preko burzi i drugih finansijskih tržišta.

#### Tip kontrole

- Apsolutna kontrola
- Većinska kontrola
- Manjinska kontrola
- Menadžerska kontrola

#### Koncentracija dioničarskog kapitala

- najveći dioničari kontroliraju 80% ili više dionica tvrtke
- najveći dioničari kontroliraju 50% - 80% dionica tvrtke
- najveći dioničari kontroliraju 5% - 50% dionica tvrtke
- najveći dioničari kontroliraju manje od 5% dionica

S tim u vezi možemo istaknuti našu drugu tezu. *Mogućnost vlasnika da učinkovito kontrolira ponašanje menadžera i kroz određeno vrijeme zaprijeći »menadžersko ukopavanje ovisi o njegovu vlasničkom udjelu i na temelju toga prakticiranja određenog*

tipa (apsolutne, većinske, manjinske) kontrole. Menadžerska kontrola je i formalno moguća onda kada je vlasništvo nad dionicama korporacija toliko disperzirano da i najveći dioničari imaju manje od 5%, odnosno, prema nekim autorima, i manje od 10% dionica (tablica 1). No, kao što smo već vidjeli iz temeljnih odnosa koji proizlaze iz teorije agencije, i drugi činitelji (informacijska asimetrija, upravljački »know - how« itd.) u velikim korporacijskim sustavima pogoduju jačanju menadžerske kontrole i njezinu povezivanju s različitim oblicima menadžerskog ukopavanja.

| Vlasnici                         | SAD  | Japan | Njemačka |
|----------------------------------|------|-------|----------|
| Korporacije                      | 44,5 | 72,9  | 64,0     |
| -----                            |      |       |          |
| Od toga:                         |      |       |          |
| <u>Financijske institucije</u>   | 30,4 | 48,0  | 22,0     |
| - banke                          | 0    | 18,9  | 10,0     |
| - osiguravajuća društva          | 4,6  | 19,6  | -        |
| - mirovinski fondovi             | 20,1 | 9,5   | 12,0     |
| - ostali                         | 5,7  | -     | -        |
| <u>Nefinancijske korporacije</u> | 14,1 | 24,9  | 42,0     |
| -----                            |      |       |          |
| Pojedinci                        | 50,2 | 22,4  | 17,0     |
| Inozemni vlasnici                | 5,4  | 4,0   | 14,0     |
| Država/Vlada                     | 0    | 0,7   | 5,0      |

TABLICA 2

Vlasnička struktura običnih dionica, 1990. u %

(Izvor: Federal Reserve Flow of Funds, Japanese Flow of Funds, Deutsche Bundesbank Monthly Report, prema: R. Frydman, C. W. Gray, A. Raczyński (eds.), Vol. I, 1996.)

Kao što se može vidjeti (tablica 2 i 3), različiti tipovi vlasničke kontrole usko su povezani sa strukturalnim obilježjima vlasničke strukture u vodećim korporacijama pojedinih zemalja. *Institucionalna, politička, financijska i sociokulturna okolina korporacija u najširem smislu riječi određuju način koncentracije vlasništva u korporacijama, tj. proces pojave novih (većinskih) vlasnika i moguće, nove prakse kontrole menadžera.* Podrobniiji uvid u tablicu 3 pokazuje da je izrazita koncentracija vlasničke strukture prisutna u kontinentalnoj Europi, a znatno je manje izražena u Velikoj Britaniji i SAD-u. Prema tablici 2 također se vidi da je u SAD-u znatno više dionica u rukama pojedinaca negoli u Europi. Osim toga, vidljivo je da su dominantni vlasnici korporacijskih dionica u Japanu i Njemačkoj same korporacije. Ipak, što se tiče europskih zemalja (tablica 3), zanimljivo je da ovdje najjači dioničari imaju preko 50% dionica u više od polovice analiziranih tvrtki. U SAD-u i u Velikoj Britaniji najjači dioničari toga tipa kontroliraju korporacije u 9%, odnosno u 2% slučajeva. Kako ističu Gorriz i Fumas (1996), dok u anglosaskim zemljama većina korporacija pripada vlasničkoj kategoriji dioničara

Drago Čengić:  
Vlasništvo i poduzeće:  
problem menadžerske  
kontrole

sa 10% ili i manje dionica dotele se u kontinentalnoj Evropi u toj vlasničkoj kategoriji nalazi svega 2% dioničkih društava.<sup>7</sup>

| % dionica | Francuska | SAD | Japan | Velika Britanija | Njemačka | Španjolska |
|-----------|-----------|-----|-------|------------------|----------|------------|
| >50       | 55        | 9   | 5     | 2                | 66       | 49         |
| 30-50     |           |     |       |                  |          |            |
| 25-30     | 29        |     |       |                  |          |            |
| 20-25     |           |     | 70    | 9                |          |            |
| 15-20     |           |     |       | 5                |          |            |
| 10-15     | 42        | 10  |       |                  |          |            |
| 5-10      |           | 29  | 25    | 32               |          |            |
| <5        | 2         | 23  |       | 52               | 12       | 2          |
|           | *         | *   | *     | *                | *        | N=311      |

TABLICA 3

Prikaz korporacija prema veličini kapitala najvećega dioničara (%)

(Izvor: C. G. Gorri,  
V. S. Fumas, 1996;

\* = podaci E. Berglofa, 1988.)

TABLICA 4

Glavna obilježja temeljnih sustava korporacijskog upravljanja

(Izvor: P. Nunnenkamp, 1995.)

Upravo prema mehanizmima promjene vlasničke strukture u korporacijama može se, ali vrlo uvjetno, govoriti o dva globalna sustava korporacijskog upravljanja u razvijenom svijetu (tablica 4): o *angloameričkom sustavu korporacijskog upravljanja (market based)* i o *njemačkom sustavu korporacijskog upravljanja (bank-based)* (Marchionna-Fare, 1995; Nunnenkamp, 1995).<sup>8</sup> Iako su ovi sustavi danas dovedeni u pitanje s obzirom na stvarne mogućnosti koje pružaju vlasnicima u kontroli menadžera i u usmjeravanju korporacija na izazove globalnoga privrednog i gospodarskog nadmetanja, ne može ih se preko noći zamijeniti nečim novim, pogotovo ako to »novovo« još uvijek ne postoji.

| Obilježja   | Njemački sustav<br>(Sustav orijentiran<br>na banke) | Angloamerički sustav<br>(Sustav orijentiran<br>na tržišta kapitala) |
|---|---|---|
| Finansijska tržišta<br>-razvijenost i mogućnosti diverzifikacije  | niska   | visoka  |
| Opća kapitalna struktura<br>-stupanj unutarnjeg financiranja<br>-omjer dug/vlasnički kapital  | visok<br>visok                                      | visok<br>nizak  |
| Struktura zajmodavaca<br>-omjer bankovnih zajmova i ukupnih obveza<br>-važnost financiranja obveznicama<br>-stupanj koncentracije   | visok<br>niska<br>visok                             | nizak<br>visoka<br>nizak  |
| Struktura dioničara<br>-stupanj koncentracije<br>-dioničarstvo komercijalnih banaka<br>-dioničarstvo između tvrtki ( <i>cross-ownership</i> )<br>-promet kontrolnim blokovima dionica | visok<br>važno<br>rašireno<br>spor                  | nizak<br>nevažno<br>nevažno<br>brz                                  |

Koja su temeljna obilježja tih sustava? Prvo, angloamerički sustav korporacijskog upravljanja oslanja se u najvećoj mjeri na velika, globalna i likvidna tržišta vrijednosnih papira/kapitala. Drugo, on se istodobno temelji na obilju javno dostupnih informacija o svim sudionicima tržišta kapitala. Te su informacije najpregnantnije izražene u cijenama dionica korporacija koje kotiraju na burzama (newyorška, londonska itd.). Bez obilja javno dostupnih informacija neprijateljska preuzimanja korporacija (*hostile take over*), kao poseban oblik jačanja vlasničke kontrole nad menadžerskim strukturama, jedva da bi bila moguća. *Latentna je funkcija ovoga obilja javno dostupnih informacija o tvrtkama upravo smanjivanje »informacijske asimetrije« između insidera i outsidera.* Da nije tako, vanjski investitori ne bi riskirali svoj novac kupujući korporacijske vrijednosnice, a tržišta kapitala postala bi ubrzo nelikvidna. Transparentnost sustava u informacijskom smislu omogućuje i drugim »vanjskim igračima« da vrše vrlo specifične analize korporacijske efikasnosti (investicijske banke, tvrtke za preuzimanje poduzeća, razne privatne analitičke službe i agencije itd.). Treće, u njemačkom sustavu korporacijske kontrole analizu korporacijske efikasnosti vrše uglavnom veliki dioničari (korporacije, banke, druge financijske institucije), koji kao »unutrašnji igrači« imaju pristup ključnim financijskim pokazateljima. To im omogućuje da, razmjerno daleko od očiju javnosti, kontroliraju rad uprava korporacija u kojima imaju i većinske udjele, odnosno dominantni utjecaj.

Općenito govoreći, razvijena i likvidna tržišta vrijednosnih papira jedan su od nužnih uvjeta za funkcioniranje angloameričkog sustava korporacijskog upravljanja, dok to nije slučaj s njemačkom (japanskom) praksom korporacijske kontrole.<sup>9</sup> Važnost ovih razlika glede zemalja Srednje i Istočne Europe krije se u sljedećem: njihovo je tržište kapitala nerazvijeno, a upitno je jesu li postojeći oblici korporacijske kontrole doista slični - na pravnoj razini često preporučenom - njemačkom sustavu financiranja i upravljanja korporacija? *U svakom slučaju, specifičnosti privatizacijskih projekata i činjenica da su u većini istočnoeuropskih zemalja financijska tržišta nerazvijena, onemogućuje na institucionalnoj razini brzi razvoj angloameričkog modela korporacijskog upravljanja, odnosno korporacijske kontrole.*

### Glavna obilježja njemačkog sustava korporacijskog upravljanja

Je li njemački sustav, pod pretpostavkom prethodne teze o ograničenoj institucionalnoj, političkoj, kulturnoj i privatizacijskoj podlozi razvoja angloameričkog sustava korporacijskog upravljanja, ono spasonosno rješenje za postsocijalistič-

ke zemlje? Istodobno, postavlja se pitanje na koji način njemačke banke ostvaruju svoju moć u svijetu njemačkih korporacija? Jer, gledamo li na njihove izravne vlasničke udjele (tablica 2), oni nisu tako izraziti vlasnici dioničkog kapitala u Njemačkoj. Bez podrobnijih istraživanja teško je odgovoriti na ova pitanja. No, prije svega valjalo bi znati barem nešto više o obilježjima njemačkog sustava korporacijskog upravljanja.

Dionička društva ili korporacije predstavljaju najveće tvrtke u Njemačkoj. Ipak, one su tek manji dio od ukupnog broja postojećih poduzeća: svega 1700 od oko 2 milijuna tvrtki bile su registrirane kao korporacije u 1990. godini. Prema zakonu, njima upravljaju dva odbora: upravni odbor (*Vorstand*) i nadzorni odbor (*Aufsichtsrat*). Nadzorni odbor imenuje članove upravnog odbora. Menadžeri vode poslovanje, obično pod ugovorima od 5 godina i mogu biti otpušteni jedino odlukom nadzornoga odbora korporacije. Sam pak nadzorni odbor radi pod pretpostavkom tzv. »sustava ko-determinacije«. To znači da jednu trećinu članova nadzornog odbora izabiru ili imenuju bilo zaposleni bilo sindikati u poduzećima s više od 500 radnika. Ovaj se udio povećava sve do polovice članova nadzornog odbora u poduzećima s više od 2 000 radnika. Dodatno, zaposlenička vijeća imaju značajna prava utjecaja na uvjete zapošljavanja i otpuštanja s posla. Dakle, u rad nadzornog odbora i njegovu kontrolu menadžera od samog njegova konstituiranja uvučeni su različiti subjekti, a ne samo dioničari.<sup>10</sup> Kad je riječ o malim dioničarima, oni obično, u nemogućnosti da snažnije utječu na politiku upravljanja, povjeravaju svoje dionice na upravljanje njemačkim bankama.

Kad se gleda korporacijska politika investiranja, nema izrazitih argumenata za tezu o finansijskoj ovisnosti njemačkih korporacija o bankama (Nunnenkamp, 1995). Štoviše, usporedimo li izvore financiranja njemačkih i britanskih korporacija, jedva da možemo govoriti o dva posve različita sustava korporacijskog upravljanja (tablica 5). U obje zemlje zajmovi iz finansijskih institucija nalaze se na drugom mjestu po značajnosti, ali i tada izraženi u vrlo malim postotcima (11,0%, odnosno 15,4%). Drugim riječima, zajmovi banaka i drugih finansijskih institucija, nakon unutrašnjih fondova korporacija, doista su među najznačajnijim vanjskim izvorima financiranja, ali je unutrašnje finaciranje najvažniji izvor kapitala za razvoj korporacija u obje zemlje.<sup>11</sup> Razlike između njemačkog i angloameričkog korporacijskog modela znatno su veće kad je riječ o tržišnoj kapitalizaciji (market capitalization) i vlasničkim obilježjima dioničkih društava. Prvo, u Njemačkoj je ranih 90-ih na burzama kotiralo manje od 700 korporacija, u usporedbi sa 2 000 i 6 300 u Velikoj Britaniji,

odnosno u SAD-u. Vrijednost kompanija na tržištu vrijednosnica prelazila je 80% GDP-a u V. Britaniji, a u SAD-u je težila oko 57% od GDP-a, dok je u Njemačkoj vrijednost poduzeća na burzama bila manja od 1/4 procijenjenog GDP-a. Drugo, u V. Britaniji i u SAD-u je vlasništvo nad dionicama, kako smo već rekli, disperzirano na velik broj institucija i pojedinaca. Primjerice, među najvećim kompanijama koje kotiraju na burzi u V. Britaniji više od 4/5 u posjedu je velikog broja razmjerne malih dioničara. Nema dioničara koji posjeduje više od 25% vlasništva u kompanijama. Nasuprot tome, u Njemačkoj je vlasništvo znatno koncentriranije. Među gotovo 85% velikih korporacija postoji najmanje jedan dioničar s vlasničkim udjelom većim od 25%.

| Izvori sredstava     | Njemačka | Velika Britanija |
|----------------------|----------|------------------|
| Unutrašnji fondovi   | 76.0     | 87.9             |
| Provizija na penzije | 4.6      | -                |
| Kapitalni transferi  | 8.5      | 8.3              |
| Zajmovi banaka       | 11.0     | 15.4             |
| Obveznice            | 0.6      | 0.1              |
| Dionice              | 0.9      | 1.3              |
| Trgovački krediti    | 1.9      | 2.1              |
| Ostalo               | 1.5      | 2.4              |

TABLICA 5

Neto izvori sredstava za investicije u njemačkom i britanskom sektoru ne-finansijskih korporacija, 1970.- 1989. (u %)

Dakle, imaju li banke tako odlučan utjecaj na upravljanje njemačkim korporacijama, to se vrši na neke druge načine a ne izravnim posjedovanjem korporacijskih dionica. Ovdje valja podsjetiti da banke gotovo svugdje, kao moćne poluge finansijske moći, imaju na raspolaganju različite i vrlo rafinirane metode kontrole svoje okoline. Zapravo, politiku korporacija banke kontroliraju preko kreditne politike, kroz odnose zajmodavca i zajmoprimca, izravno dioničarstvo, bankarsku kontrolu temeljem ovlaštenja malih dioničara (*bank control of proxies*) i preko svojih predstavnika u nadzornim odborima korporacija (Baums, 1992). Time se zapravo postiže određena vrsta »kumulativne moći«, koja određuje totalitet utjecaja banaka na ponašanje korporacijskih upravljača. Primjerice, najveće njemačke banke djeluju uobičajeno kao čuvari dionica malih dioničara, koje su najčešće i deponirane kod njih. Banke su za »ulogu čuvara« dioničkog kapitala ovlaštene kroz opozive punomoći (*revocable proxies*), obnovljive svakih 15 mjeseci. U toj ulozi banke preporučuju vlasnicima deponiranih dionica kako da glasuju na skupovima dioničara, a ujedno ih moraju konzultirati kod njihova predstavljanja na dioničarskim skupštinama - gdje su mali dioničari, kao i u nas, često u nemogućnosti da sami

zastupaju svoje interese. Jasno, vrlo često se događa da banke glasuju posve neovisno od prvotnih nakana dioničarâ, pokazujući time da je područje »diskretnih odluka« vrlo široko i od vlasnika razmjerno autonomno.

Kao što vidimo, njemački sustav korporacijske kontrole uključuje banke kao njegove važne činitelje, uključuje i posebne odnose između banaka kao izravnih dioničara, kao predstavnika malih dioničara i samih nadzornih odbora, odnosno uprava njemačkih korporacija. No, taj utjecaj nije tako apsolutan kako se sugerira prema tezi o sustavu korporacijskog upravljanja pod dominacijom banaka, odnosno podaci su o njemu dosta proturječni (Nunnenkamp, 1995). Temeljna razlika u odnosu na angloamerički sustav korporacijske kontrole možda se više tiče naravi unutarkorporacijskih nadzornih i upravljačkih struktura. Naime, nadzorni odbori kao »sustavi ko-determinacije« mogu kroz određeno razdoblje više ojačati menadžere negoli u američkim korporacijama. Činjenica da u nadzornim odborima dioničkih društava sjede i predstavnici zaposlenih i sindikata znači da oni po definiciji nisu primarno zainteresirani samo za profit poduzeća već prije za sigurnost zaposlenja. U tom smislu ukupni učinak i rast poduzeća - što je najčešće povezano sa očuvanjem radnih mesta - mogu biti u konfliktu s temeljnim ciljevima dioničara - maksimalizacijom profita i vrijednosti dionica. Uzmemo li u obzir činjenicu da utjecaj uprave često raste širenjem poslovnih operacija, jasno je da takva »struktura očekivanja« lako nalazi zajednički interes sa zaposlenima. *U tom smislu sustav ko-determinacije potiče neformalni »deal« uprave i radnika, jača menadžersku kontrolu korporacije i u konačnici (pogotovo u situacijama brzih promjena u okolini) može ići na štetu dioničara.<sup>12</sup>*

### Privatizacija i menadžerska kontrola u postsocijalističkim zemljama

---

Njemački institucionalni model nadzornog odbora latentno nas podsjeća da su i na praktičnoj ali i na teorijskoj razini moguće i neke druge interpretacije temeljnih odnosa između vlasnika i menadžera. Pitanje je, naime, može li se taj odnos interpretirati iz kuta teorije agencije i onda kada se umjesto pojedinaca u ulozi su-vlasnika nadu druga poduzeća, odnosno druge korporacije? Prema odnosu principal - agent tvrtka se promatra samo kao funkcija dioničara. No, možda je u ovom drugom slučaju primjereno uvesti širi koncept odgovornosti agenata: u tom slučaju tvrtka bi bila entitet različit od njezinih dioničara, te bi se morali uvažiti i interesi zaposlenih i drugih relevantnih činitelja. Kako ističe Mayer (1996), u tom slučaju bolje je na tvrtku gledati kao na »koordinacijsko sredstvo za povezivanje vlastitog interesa s ko-

lektivnim dobrom nekoliko stranaka». Ovaj širi pristup odnosu vlasnika i menadžera, pogotovo kad je riječ o institucionalnom oblikovanju nadzornih struktura, ne smijemo posve odbaciti. No, čini mi se da je on, kao interpretativna ideja za tumačenje suodnosa vlasničke i menadžerske strukture, zanimljiviji za razvijene zemlje, gdje su prisutne brojne »među-korporacijske mreže« s obzirom na isprepletenost vlasništva i menadžerskih struktura.

Ovoga trenutka, pogotovo kada je riječ o vlasničkim i upravljačkim pretpostavkama privatizacije, ali i njezinim učincima na te iste vlasničke i upravljačke strukture u post-socijalističkim zemljama, i klasičan pristup na temelju teorije agencije može biti od velike koristi. Jasno, ovdje nema potrebe do potankosti opisivati pretpostavke, trenutačne rezultate i budućnost privatizacijskih projekata u Istočnoj Europi, odnosno u Hrvatskoj (usp.: Frydman, Rapaczynski, Earle i sur., 1993; Čengić, 1995; Čučković, 1997; Uvalić, 1997). Činjenica je da je opseg privatizacijskih projekata u Srednjoj i Istočnoj Europi započetih prije sedam godina tako velik da nije usporediv sa sličima u zapadnim zemljama. Opći ekonomski uvjeti za te projekte nisu bili, a nisu niti danas posebno povoljni s obzirom na socijalne troškove privatizacije (Franičević, 1997). Osim toga, ciljevi privatizacije bili su i jesu vrlo raznoliki, često međusobno konfliktni, tako da s vremenom mogu postati netransparentni i umjesto oruđa u rukama službenih aktera privatizacije tek oruđe u rukama raznih interesnih koalicija koje imaju svoje viđenje transformacije vlasničkih i menadžerskih struktura.

Ono što je velika novost postsocijalističke privatizacije u odnosu na klasične zapadne *metode privatizacije* (*direktna prodaja, javne ponude, javne dražbe itd.*) jesu zapravo »masovna« ili »vaučer« privatizacija te prodaja imovine poduzeća zaposlenima i menadžerima tih poduzeća (Uvalić, 1997). Temeljni problemi korporacijskog upravljanja tiču se zapravo pretpostavki ali i posljedica tih bitnih inovacija u privatizaciji bivšeg državnog/društvenog vlasništva. Naime, praktično oslanjanje (u većini slučajeva) na masovnu privatizaciju i na otkup poduzeća od strane menadžera i zaposlenih (specifična vrsta *employee-management-buy-out*, usp. Čengić, 1995) u najvećoj su mjeri odredili vrlo osobitu vlasničku strukturu privatiziranih poduzeća. Suprotno zapadnoj situaciji, gdje se poduzeća obično prodaju tzv. »strateškim ulagačima« s potrebnim kapitalom i menadžerskim znanjem radi daljnje modernizacije poduzeća, većina je privatiziranih postsocijalističkih poduzeća u rukama njihovih menadžera i radnika, dakle »unutarnjih vlasnika« (*insiders*) (usp. analizu u: Frydman, Gray i Rapaczynski (eds.), 1996; Gurkov i Asselbergs, 1995). To se može reći za Rusiju, Ukrajinu, Rumunjsku, Poljsku,

Mađarsku, ali i za Sloveniju i Hrvatsku. Nisu li poduzeća u rukama »unutarnjih vlasnika«, vjerojatno su privatizirana kroz neki od projekata »masovne privatizacije«; to znači da je došlo do velike disperzije vlasničke strukture, da je masa malih dioničara predala svoje dionice nekom od (privatizacijskih) investicijskih fondova te su se za jedan veliki dio poduzeća (mahom u Češkoj, Slovačkoj, odnosno u Albaniji) kao glavni upravljači javili različiti fondovi i njihovi osnivači. Sve je to, povezano i s drugim razlozima (makroekonomska obilježja gospodarstva, veličina tržista, razvoj tržista kapitala, zaštita nacionalnih interesa itd.), imalo za posljedicu i otežani ulazak stranoga kapitala u većinu zemalja Srednje i Istočne Europe.

U svakom slučaju, raspoloživa empirijska evidencija sugerira zaključak da za sada niti angloamerički, niti njemački sustav korporacijskog upravljanja nije djelatan u praksi korporacijskog upravljanja u postsocijalističkim zemljama. Već smo istaknuli načelnu nemogućnost bržeg razvoja kontrolnih struktura angloameričkog tipa u Srednjoj i Istočnoj Europi: razvoj tržista kapitala i finansijskih tržista, kao i ulazak stranih korporacija, u njima je još uvijek razmjerno spor. Što se tiče njemačkog sustava korporacijskog upravljanja, situacija je nešto kompleksnija. Prvo, za razliku od njemačkog slučaja, država je još uvijek važan vlasnik i kao takva i akter korporacijske kontrole u svim postsocijalističkim zemljama (Frydman i Rapaczynski, 1994). Drugo, klasične finansijske institucije, osobito banke, nisu posebno zainteresirane za ulogu korporacijskih kontrolora (Dittus i Prowse, 1996; Čengić, 1996a).<sup>13</sup>

I, što je možda još važnije, i nove, možda i najoriginalnije privatizacijske institucionalne strukture, kao što su privatizacijski investicijski fondovi, nisu uopće unaprijedile nadzorne strukture i učinkovitost korporacijskog upravljanja. Primjer Češke je ovdje ne samo zanimljiv nego i poučan (ako netko još hoće učiti iz tuđega iskustva). Kao što je poznato (Ostović, 1996), osnovna su obilježja češko-slovačkog privatizacijskog modela: participacija široke javnosti; slobodnotržišno nadmetanje za dionice u sklopu dražbovnih krugova; slobodno, tržistem motivirano kretanje cijena; liberalni pristup privatizacijskim programima; pravom da programe privatizacije mogu predlagati i subjekti izvan poduzeća izbjegle su se prevelike povlastice za radnike, menadžere i druge segmente »insidera«.

U prvom valu privatizacije u Češkoj i Slovačkoj (1991.-1992. g.) registrirana su 434 privatizacijska investicijska fonda (PIF), koji su privukli oko 72% svih vaučera; od ukupno 8,54 milijuna građana s kupljenim vaučerskim certifikatima, njih 5,8 milijuna (68%) uložilo ih je u neki od nastalih investi-

cijskih fondova. Većina tih fondova nastali su kao podružnice velikih poslovnih banaka, štedionica i osiguravajućih društava, koji su - a to je važno za našu temu - još uvek u pretežno državnom vlasništvu. Iznimka je bila privatna investicijska kompanija V. Koženjija (Harvard Capital & Consulting, tablica 6), s portfeljom od približno 200 milijuna USD. Fondovi povezani s bankama od samog su početka bili uspješniji u prikupljanju vaučera: oni su u prvom valu prikupili gotovo 60% od svih fondovskih prikupljenih vaučera.<sup>14</sup>

| Fond                       | Osnivač/Upravljač<br>(Investicijsko društvo) | Osnivač<br>društva | Tržišna kapitalizacija<br>(milijuni USD) |
|----------------------------|--|--------------------|--|
| 01. Sporitelni Privatizaci | Sporitelni Investicni Spolecnost             | (banka)            | 296                                      |
| 02. Harvard Dividend       | Harvard Capital & Consulting a.s.            | (privatno)         | 159                                      |
| 03. Komercni Banka IF      | IKS Komercni Banky                           | (banka)            | 148                                      |
| 04. RIF                    | Prvni Investicni a.s.                        | (banka)            | 147                                      |
| 05. PIF IPF                | KIS Ceska Pojistovna                         | (osigur. društvo)  | 96                                       |
| 06. Harvard Growth         | Harvard Capital & Consulting                 | (privatno)         | 91                                       |
| 07. Fond Rychleho Vynosu   | Prvni Investicni a.s.                        | (banka)            | 74                                       |
| 08. Creditanstalt IPF      | Creditanstalt Investment Co.                 | (banka)            | 66                                       |
| 09. Rentiersky             | Prvni Investicni a.s.                        | (banka)            | 63                                       |
| 10. Zivnobanka IF          | Zivnobanka Trust a.s.                        | (banka)            | 57                                       |

Drugi val privatizacije (1994. god.) brojem obuhvaćenih poduzeća bio je znatno manji, a proveden je samo u Češkoj. I ovog puta dominirali su najveći fondovi, iako je donekle opala razina koncentracije. Zanimljivost je ovoga vala bila i u tome što je porastao broj građana koji su se javljali kao individualni dioničari (tablica 7). Nisu ulagali u fondove, već prije u poduzeća koja su već kotirala na burzi (primjerice, u CEZ, češko elektroprivredno poduzeće i slične monopoliste), gdje se očekivao brzi rast cijena dionica i isplata visokih dividendi (Coffee, Jr., 1996).

TABLICA 6

Prvih deset čeških fondova - prvi val privatizacije

Izvor: Wood & Securities,  
Prema: CEER, June 1995.  
(Čengić, 1996a)

TABLICA 7

Distribucija dionica nakon dva češko-slovačka privatizacijska vala (u %, na temelju 1491 poduzeća obuhvaćenih programima, 1995. godina)

Izvor: Coffee, Jr., 1996.

| Uлагаči                       | Prosječna<br>vrijednost | Standardna<br>devijacija | Minimum | Maksimum |
|-------------------------------|-------------------------|--------------------------|---------|----------|
| Država                        | 8,37                    | 15,38                    | 0,00    | 84,00    |
| Pojedinci                     | 36,53                   | 21,62                    | 1,56    | 96,82    |
| P I F                         | 39,39                   | 22,22                    | 0,00    | 90,89    |
| Domaći ulagači                | 3,25                    | 12,51                    | 0,00    | 84,00    |
| Strani ulagači                | 1,34                    | 8,00                     | 0,00    | 80,00    |
| Neprodano                     | 11,12                   | -                        | 1,14    | 92,83    |
| Prvi fond po veličini         | 13,42                   | 6,26                     | 6,00    | 32,44    |
| Prvi i drugi fond po veličini | 22,20                   | 10,86                    | 0,00    | 49,97    |
| Prvih deset fondova           | 38,36                   | 21,32                    | 0,00    | 86,52    |

No, što se dogodilo nakon toga? Na institucionalnoj razini fondovi su osnivani kao dionička društva, čiji su dioničari pojedinci koji su zamijenili svoje vaučere za dionice

samoga fonda. Glede upravljačke strukture fondova, većina čeških, slovačkih, ruskih i poljskih fondova ima dvojne odboare, prema njemačkom korporacijskom modelu. Osnivačka, tj. upravljačka društva sklopila su menadžerske ugovore s nadzornim (vanjskim) odborima fondova, a nakon toga se prišlo imenovanju uprava fondova. Kroz neko vrijeme broj se fondova smanjio. Međutim, na njihovu su ne/učinkovitost kao upravljača tudi dionica najviše utjecali njihovi osnivači - uglavnom državne banke i sustav vlasničko-nadzornih veza u koje su one došle.

Naime, u češkoj privatizaciji dva su procesa išla u početku usporedno, a kasnije isprepleteno. Prvo, fondovi su se htjeli predstaviti kao moći finansijski posrednici kroz prikupljanje vaučera i njihovo investiranje u privatizirane tvrtke. Drugo, osnivači vodećih fondova - neizravno glavne češke banke i finansijske institucije (tablica 6) - i same su se privatizirale. U kasnijoj fazi privatizacije oba su se procesa toliko povezala da je jedan od njihovih izravnih rezultata *isprepleteno vlasništvo fondova i njihovih osnivača (cross-ownership)*.<sup>15</sup>

Kako je dominantni vlasnik osnivača fondova i dalje država, došlo je - paradoksalno, do podržavljenja većine aktivnih privatizacijskih fondova. Istdobno, porasli su, kao i u nas kad je riječ o predstavnicima države u različitim nadzornim odborima poduzeća, cinizam i nezadovoljstvo radi neučinkovita rada i nadzornih i upravnih odbora. Prema mišljenju direktora uspješnijih fondova većini članova upravnih odbora odbojan je bilo kakav rizik. Čak i tamo gdje fondovi imaju većinu dionica, njihovi se predstavnici ne miješaju u upravljačke probleme, smatrajući da je njihova temeljna uloga da prosljeđuju (polu-tajne) informacije o poduzećima upraviteljima fondova. Na drugoj strani, neposredni menadžeri poduzeća žalili su se da su upravni odbori često bez ikakvih konkretnih ideja o poslovnoj strategiji ili poslovnom planu. Ipak, otkako su fondovi preuzeli značajnije upravljanje nekim poduzećima, otpuštanja nesposobnih direktora postala su nešto učestalija.

Krajem 1994. godine na temelju nekoliko sukoba između bankarskih fondova sa suvlasništvom u istim poduzećima pokazalo se da, između ostalog, bankarski privatizacijski fondovi češće služe kao agenti banaka a ne vlastitih dioničara. U načelu, ako banka kontrolira korporacijski odbor preko »svojih« fondova, ona može nametnuti poduzeću rentu kroz veće kamate na posuđeni novac. Ta je pojava poznata i u Njemačkoj, premda možda nije tako uočljiva kao u postsocijalističkim zemljama. *Osnovna dilema koja se nazire u pozadini jest ova: trebaju li fondovi aktivno upravljati poduzećima ili samo svojim portfeljom? Ovisno o tome postavlja se i pitanje pribavljanja manjeg ili većeg broja kvalificiranih ljudi za aktivni rad u*

većina  
ne od  
snivač  
govore  
oga se  
ne broj  
nkovi  
jihovi  
adzor  
  
počet  
su se  
oz pri  
tvrtke.  
češke  
privat  
toliko  
preple  
ip).<sup>15</sup>  
lje dr  
aktiv  
ao i u  
adzo  
di ne  
a mi  
avnih  
ndovi  
aju u  
a ulo  
ćima  
i me  
o bez  
vnom  
prav  
ktora  
  
zme  
ćima  
ejski  
ioni  
dbor  
ren  
nata  
post  
poza  
ia ili  
ibav  
ad u

upravnim odborima poduzeća. Kad je riječ o bankama, i ovdje se postavlja pitanje njihove dvojne uloge - kao vjerovnika i zajmodavca s jedne strane, te portfeljskih menadžera, s druge strane.

Vratimo li se na naše početno pitanje, mogli bismo ključne razlike između njemačke i češke situacije svesti na sljedeće. Prvo, njemačke banke ipak posjeduju značajne dionice poduzeća - u svoje vlastito ime. Uz to, one imaju značajne punomoći malih dioničara. Njihovi vlastiti udjeli, poseban tip poslovne kulture i zastupanje malih dioničara, tjeraju ih da vlastite interes ipak kako-tako povezuju s interesima ostalih dioničara. Suprotno tome, češke banke formalno nemaju izravnih vlasničkih udjela u poduzećima - udjele imaju fondovi osnovani od njihovih investicijskih društava. Drugo, veliki su dioničari, kako smo vidjeli, gotovo pravilo u Njemačkoj. Iako je češko dioničarstvo također visokokoncentrirano, nijedan fond ne može legalno imati više od 20% dionica pojedinoga poduzeća. Treće, većina čeških privatizacijskih investicijskih fondova nema veće mogućnosti da maximizira vrijednosti dionica u portfelju, jer se nakon drugog privatizacijskog vala nije očekivala daljnja prodaja svojih dionica.

Zbog ovih razloga čini se da je vrlo upitno je li češki, kao uostalom i poljski, model post-privatizacijskog korporacijskog vodstva preporučljiv model i za druge postsocijalističke zemlje. U stvarnosti, taj sustav još uvijek ne sliči niti njemačkom korporacijskom modelu niti američko-britanskom modelu korporacijskog vodstva.<sup>16</sup> Hoće li se on kroz neko razdoblje ipak oblikovati kao određena varijanta tih sustava, odnosno kao osobiti tip korporacijske kontrole - osobit ne samo za Češku već i za širi krug postsocijalističkih zemalja - to će se tek vidjeti kroz neko buduće razdoblje.

Drago Čengić:  
Vlasništvo i poduzeće:  
problem menadžerske  
kontrole

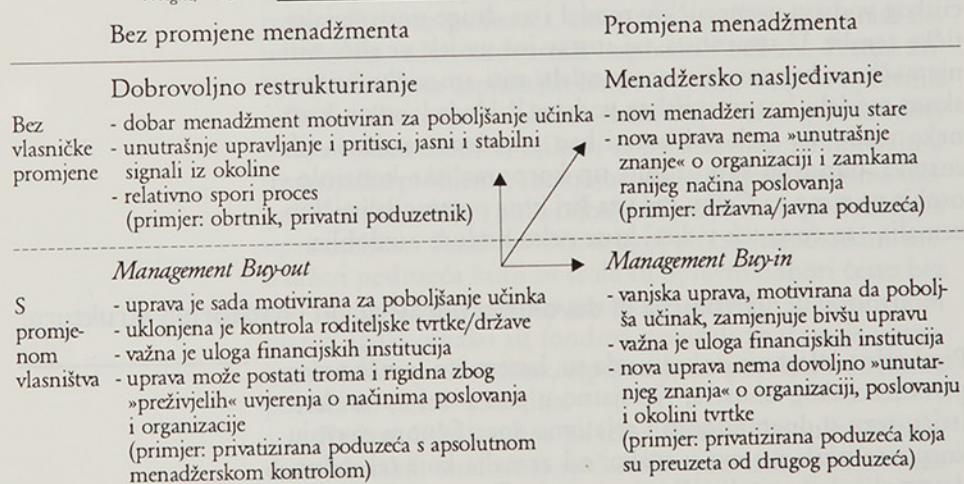
### Evolucija ili devolucija upravljačkih i nadzornih struktura?

Prethodno izlaganje pokazuje da su, barem što se tiče našeg privatizacijskog iskustva, vjerojatno u pravu oni autori koji ističu tezu o dugotrajnom i relativno specifičnom razvoju korporacijskih sustava u svakoj od zemalja koje tek odnedavna slijede kapitalistički tip razvoja. To znači da će, bez obzira na normativno usvojene modele korporacijske kontrole (u nas vidljive u Zakonu o trgovačkim društvima, Zakonu o postupku preuzimanja dioničkih društava i pratećim propisima), svaka od postsocijalističkih zemalja tek kroz proces »učenja-kroz-činjenje« doći do učinkovite kontrole menadžerskih struktura. Kako smo vidjeli, u bilo kojem sustavu korporacijskog upravljanja menadžerska kontrola javlja se zajedno s pojavama menadžerskog ukopavanja. *Medutim, ono što je novo za istočnoeropske zemlje jest to da su privatizacijski*

Drago Čengić:  
Vlasništvo i poduzeće:  
problem menadžerske  
kontrole

projekti doveli, s obzirom na pretežan otkup poduzeća od strane menadžera i zaposlenih, od samog početka privatizacije do djelomičnog preklapanja uloga principala i agenata. Time je i klasičan odnos između principala i agenta modificiran: menadžeri su u dvostrukoj ulozi vlasnika i rukovodilaca, a radnici u ulozi dioničara i zaposlenika. Prema vanjskim interesnim koalicijama (država, strani ulagači, političke grupe itd.) ta se društva kapitala ponašaju kao klasične, homogene »insiderske tvrdave«, međutim iznutra to nije odnos ravnopravnih partnera. Stvarna socijalna moć menadžera (lokalne i regionalne menadžersko-političke mreže), upravljački »know-how«, informacijska asimetrija, zainteresiranost radnika za čuvanje radnih mesta, dovele su do absolutne menadžerske vladavine u takvim dijeličkim društvima. Prema nositeljima stvarne moći kontrole i upravljanja, to su menadžerske tvrtke, a prema formalnoj strukturi vlasništva, to su privatne tvrtke. Osim menadžerskih tvrtki, ovdje možemo razlikovati još nekoliko tipova vlasništva: autohtone privatne tvrtke (obrtnici, mali poduzetnici), klasična državna/javna poduzeća, prijelazne oblike vlasništva. U svakom od tih oblika vlasništva, ovisno o složaju ukupnih vlasničkih i interesnih grupa, naći ćemo manji ili veći prostor za širenje menadžerskog odlučivanja i neformalne kontrole.

**SHEMA 4**  
Tipologija vlasničkih i  
menadžerskih promjena  
Napomena: prilagođeno  
prema ideji Robbie,  
Wright, 1995.



Kakvu evoluciju vlasničkih i upravljačkih struktura valja očekivati? Bez budućeg praćenja evolucije pojedinih tipova vlasništva na to je teško odgovoriti. Ključni činitelji moguće evolucije vlasničkih oblika svakako su država, tj. politička elita (pitanje privatizacije preostale državne imovine), domaće menadžerske i poduzetničke elite (pitanje koncentracije, disperzije ili propadanja vlasništva u rukama nacionalnih poslovnih elita) te strani kapital. U svakom slučaju, menadžerske tvrtke naći će se kroz određeno vrijeme pred izazovi-

ma jačanja vlastite učinkovitosti, kako zbog unutrašnjih činitelja (koncentracija vlasništva, prikupljanje investicijskog kapitala) tako i zbog vanjskih okolnosti (mogućnosti preuzimanja od strane domaćih ili stranih tvrtki).

Moguće je zamisliti nekoliko linija razvoja što se tiče njihove budućnost (usp. shemu 4). *Prva mogućnost.* Procesom unutrašnje koncentracije dioničarskog kapitala predsjednik ili član uprave dolazi u posjed svih 100% dionica tvrtke. Time se menadžerska kontrola grupe rukovodećih ljudi pretvara u klasičnu kontrolu pojedinca-privatnog vlasnika. Nema klasičnih problema principal-agent, troškovi nadzora svedeni su na minimum ali su povećani raznoliki rizici istodobnog vršenja nadzora i rukovođenja, riječju: rizici dobrovoljnog restrukturiranja i hvatanja koraka s tržištem. *Druga mogućnost.* Stjecajem okolnosti kao što su odluke države ili političkih interesnih grupa u okolini poduzeća cijela se tvrtka podržavljuje. Sadašnjim vlasnicima nudi se »časni izlaz iz situacije«, a procesom »menadžerskog nasleđivanja« nova uprava pokušava ovladati tvrtkom. Iako se ovaj scenarij čini pomalo nerealnim, nije još uvijek nemoguć. *Treća mogućnost.* Tvrtka može zapasti u finansijske nevolje, što izaziva pad vrijednost imovine i dionica (kotira li na burzi ili na neformalnim tržištima kapitala). U toj se situaciji uvijek može naći neki poduzetnik, domaći ili strani, koji će pokušati preuzeti poduzeće. Nekadašnje vlasnike i staru upravu zamjenjuju novi ljudi. Teret vlasništva i nadzora time je prešao u druge ruke, a prethodnicima ostaje tek kiseli okus neuspjeha.

Jesu li ovi smjerovi evolucije i devolucije određenih vlasničkih struktura, odnosno tipova kontrole relevantni i za naše prilike? Vjerujem da jesu. No, oni su vjerojatno i raznolikiji no što to analiza ovoga tipa može skicirati. Tek (istraživačkim) praćenjem realnih procesa svakoga od postprivatizacijskih vlasničkih oblika moći ćemo imati dublji uvid u činitelje njihova nastanka, razvoja i mogućeg nestajanja.

<sup>1</sup> Korporacija ili dioničko društvo vrlo je stara institucija. Njezini su korijeni u srednjovjekovnoj povijesti, kada je imala i drukčiju ulogu negoli danas. U 18. je stoljeću zbog spekulacija, nepoštenja i finansijskih poteza bila toliko diskreditirana da je od 1720. (South Sea Bubble Crash) bila proskribirana u zemljama engleskog govornog područja. Početkom 19. stoljeća polako se ponovno pojavljuje, uz znatna ograničenja, u V. Britaniji i SAD-u, da bi polovicom istoga stoljeća već bila općeprihvatičeni oblik prikupljanja kapitala za poslovne potvrate. Na početku 20. stoljeća korporacija je »komercijalni instrument strahovite djelotvornosti, kojeg se ljudi boje zbog njegove moći, mrze ga zbog ekscesa u upotrebi moći i koji je sumnjičiv zbog političke manipulacije državnom vlašću, ali kojemu se ujedno dive zbog njegove sposobnosti da provede ono što je naumio« (Županov, 1995; O'Neal i Thomas, 1996).

Analiza A. A. Berlea i G. C. Meansa iz tridesetih godina prvi put je istaknula vlasničko-upravljačke posebnosti velikih dioničkih društava. Naime, dugo se činilo da se korporacija u pravnom pogledu ne razlikuje

## BILJEŠKE

Drago Čengić:  
Vlasništvo i poduzeće:  
problem menadžerske  
kontrole

od individualnog privatnog poduzeća. No, Berle i Means su konstatirali da je u korporaciji izvršeno razdvajanje - kontrola se potpuno odvojila od vlasništva. Kontrolu obavljaju profesionalni menadžeri, koji ne mogu imati niti jednu dionicu, a »vlasnici« (dioničari) gube kontrolu nad poduzećem. U jednom kasnijem radu Berle je ustvrdio da je u modernoj korporaciji vlasništvo u smislu rimskog prava (puno ovlaštenje vlasnika u odnosu na stvar) gotovo potpuno iščezlo. Vlasništvo nad sredstvima poduzeća pripada korporaciji kao apstraktnoj pravnoj osobi, a obavljanje vlasničkih ovlasti raspoređeno je među osoblje - od vratara do generalnog direktora. Vlasništvo nad dionicama nije nikakvo vlasništvo nad poduzećem jer su dionice samo određena korisnička prava (*claims*) prema poduzeću (Županov, 1995).

<sup>2</sup> Učinkovito korporacijsko upravljanje, prema stručnjacima Svjetske banke, jedna je od temeljnih ideja privatizacije. Naime, privatizacija mora svoriti dovoljan broj vlasnika koji su motivirani za efikasno korištenje resursa. »No, promjene u vlasništvu neće promijeniti menadžersko poнашање ako novi vlasnici nemaju moć, inicijative i sposobnosti da stvarno nadziru menadžere i usmjeravaju njihov rad u najboljem interesu tvrtke. Vlasnici moraju imati moć da promijene menadžere jer su promjene pri vrhu neizbjegljive ide li se prema dubljem restrukturiranju poduzeća. Za male je tvrtke korporacijsko upravljanje razmjerno jednostavna stvar jer su obično vlasnici ujedno i menadžeri takvih tvrtki. Samo u velikim poduzećima razdvajanje vlasništva i upravljanja stvara potrebu za nadzorom« (*World Bank Development Report 1996*, prema: Uvalić, 1997). Što duže traje privatizacija bivšeg državnog/društvenog vlasništva u nekoć socijalističkim zemljama Europe (uključujući, jasno i Hrvatsku), dolazi do redefinicije početnih ciljeva privatizacije. Međutim je početnim ciljevima privatizacije, uz socijalnu pravednost pri redistribuciji državnog/društvenog bogatstva, visoko mjesto zauzimalo i učinkovito upravljanje novostvorenim privatnim poduzećima (usp. Čengić, 1995; Čučković, 1997).

<sup>3</sup> Početkom devedesetih rasplamsala se i sada goruća rasprava u američkim poslovnim i stručnim krugovima oko efikasnosti američkog modela »korporacijskog upravljanja« (*corporate governance*). Raspravu je uvelike potaknuo čuveni harvardski profesor M. Porter svojim radom »America's Failing Capital Investment System« (*Harvard Business Review*, 5/1992). Ukratko, Porterova je teza da je američki model vođenja korporacija zbog »kratkotrajnih poslovnih poteza« (*short-termism*) i izostanka dugoročnijih vizija u dubokoj krizi i kao takav jedan od glavnih činitelja smanjene američke konkurentnosti u »globalnoj privredi« kraja stoljeća. Zato je predložio njegovu temeljitu reformu - i to u smjeru usvajanja njemačkog ili japanskog modela »korporacijskog upravljanja«. Protivnici ove teze (primjerice, R. C. Breedan, predsjednik US Securities and Exchange Commission) smatrali su da nije moguće mehanički prenosi modela upravljanja korporacijama, nezavisno od modela privrede, tržišnih institucija, kolektivnih i individualnih vrijednosti. Po njima, pametnije je raditi na postupnoj reformi korporacija - produbljivanjem »korporacijske odgovornosti i korporacijske demokracije« u okviru postojećeg »tržišno-utemeljenog sustava financiranja i kontrole korporacija« (*market oriented system of finance and control*) (usp. primjerice: Pound, 1992; Salmon, 1993; Pound, 1995; Koster, 1995; Miller, 1995; Aoki i Kim, 1995). Teško je reći tko je ovdje u pravu, ali postprivatizacijsko iskustvo u zemljama Istočne Europe kao da ide u prilog Breedanovoj tezi.

<sup>4</sup> Problem menadžerskog nagradivanja ima brojne praktične ali i teorijske implikacije. Na teorijskoj razini čine mi se važnima pitanja koja su potaknuli Shleifer i Vasiliev (1996). Ako netko pokuša nagraditi agente dionicama poduzeća u kojima rukovode, bi li problem menadžerske motivacije bio riješen s potpunim menadžerskim vlasništvom nad tim poduzećima? Kao što je slučaj s većinom postosocijalističkih zemalja. Da je odgovor na ovo pitanje potvrđan, ne bi li onda u zapadnim zemljama većina korporacija nakon nekog vremena bila i vlasnički u rukama njihovih menadžera? Zapravo, u pozadini je nekoliko zapreka toj ideji:

a) stopostotno menadžersko vlasništvo prebacuje ukupni rizik poslovanja samo na menadžera kao vlasnika, b) moguće prikupljanje kapitala radi novih investicija izdavanjem novih dionica opet narušava vlasnički monopol agenta, c) u dvostrukoj ulozi menadžera i vlasnika pojedinac nema nikoga sa strane u ulozi (strateškog) »poslovnog ispravljača« i savjetodavca, d) kako su menadžeri-vlasnici obično bogati ljudi, to može smanjiti njihov interes za daljnju maksimalizaciju tržišne vrijednosti njihovih poduzeća (usp. i: Bruce, Buck, Coine i Wright, 1990).

Na temelju istraživanja industrijskih korporacija s ljestvice 'Fortune 500' iz 1988. godine, Morck, Shleifer i Vishny zaključili su da je učinak korporacija to bolji što je menadžersko vlasništvo u njima veće, ali samo kad je riječ o veličinama između 0% i 5% dioničkog kapitala (*equity*). Nakon toga nije bilo pozitivne povezanosti između korporacijskog učinka i menadžerskog vlasništva. Na temelju toga, ali i kasnijeg istraživanja Jensaena i Murphyja iz 1990. godine, Shleifer i Vasiliev zaključuju da je za američke korporacije optimalno, dakle poticajno, nagradivanje menadžera u obliku 5% do 10% temeljnog kapitala korporacije.

Autori su svojim istraživanjem htjeli ispitati »kako zapravo funkcioniraju odbori direktora«, karakteristični za američke i britanske korporacije. Obavili su preko 80 intervjuja sa 80 glavnih izvršnih direktora iz 40 kompanija, koje djeluju u 23 industrijska područja. Njihovi ispitani predstavljaju više od 200 prošlih i sadašnjih (1995. godine) mjeseta u odborima direktora; tvrtkama koje vode promet je bio između 10 milijuna USD i 17 milijardi USD; 14 tvrtki iz kojih su bili njihovi ispitani nalazilo se na češenoj ljestvici »Fortune 500« između 1992. i 1995. godine (O'Neal i Thomas, 1996).

»Svijet pri vrhu velikih britanskih kompanija jest svijet cijenjene osobnosti, ugleda (reputacije) i utjecaja. Imajući u vidu ta osobna obilježja, to je jedan maleni svijet povezan vlastitim mrežama te brojem ljudi koji se znaju međusobno ili 'iz druge ruke'. Da bi menadžer 'uskočio' u odbor, nije dovoljno samo da je uspješan rukovodilac: on mora biti priznat od starijih kolega i izazivati pozornost svojim vizijama i kolegjalnošću. Osobna preporuka je nužna za mjesto ne-izvršnoga direktora (*non-executives*), koji mora imati jednu širu perspektivu i uskladiti se s ostalim članovima odbora. Ne-izvršni direktori imaju važnu ulogu u povezivanju odbora s vanjskim svijetom. Poslovnoj eliti unutar korporacije oni često priskrbljuju odlučnost i kompetentnost, a mogu značajno utjecati i na druge, vanjske nositelje različitih interesa. Zato su vanjski članovi odbora direktora, odnosno nadzornog odbora (u njemačkom ili hrvatskom slučaju) potencijalno značajan resurs glavnih upravljača korporacije. Dodajmo tome da su vodeći direktori velikih kompanija članovi različitih profesionalnih i privatnih mreža koje obavijaju cijeli 'korporacijski svijet'. Herman je u SAD-u otkrio slične 'klubove' unutrašnjih i vanjskih direktora koji se vežu uz vrhove američkih korporacija« (Hill, 1995; usp. i: Marchionna-Fare, 1995; za njemačku situaciju usp.: Nunnenkamp, 1995; problem 'korporacijskih mreža' u Njemačkoj i njihovu moguću tipologiju osobito je razvio u novijim radovima Beyer, 1996).

Za podrobniji uvid u probleme korporacijskog upravljanja u drugim europskim zemljama usp.: Gruenbichler i Oertmann, 1996. (švicarsko iskustvo); Tainio i Virtanen, 1996. (finsko iskustvo); Sabel, 1996. (njemačko iskustvo); Mayer, 1996. (sažeti nalazi novijeg istraživanja korporacijskog upravljanja u europskim i američkim prilikama).

Uobičajeno je, barem za većinu autora, da se kao suprotnost anglo-američkom sustavu spominje njemačko-japanski sustav korporacijske kontrole. Međutim, kako to pokazuje noviji rad o japanskim odborima direktora (*torishimariyaku-kai*) Hirate (1996), jedva da je moguće usporediti njemački i japanski sustav korporacijskog upravljanja. U japskom slučaju, prema ovome autoru, riječ je osobitom sustavu: nadzorni organi njemačkog tipa ne postoje, a izrazita moć predsjednika uprave (CEO) više podsjeća na američke »chairman-driven corporations« negoli na njemačke velike tvrtke.

<sup>9</sup> Načelno govoreći, koncentracija dioničarskog vlasništva u sustavu korporacijskog upravljanja orijentiranim na banke smanjuje probleme principal-agent. Pretpostavlja se da banke kao krupni dioničari lakše ostvaruju nadzor nad kratkoročnim i dugoročnim poslovnim potezima uprave. No, na drugoj su strani autori koji drže da njemački model ojačava tih unutrašnje sporazumijevanje menadžera, zaposlenih i banaka (kao kreditora, dioničara i čuvara dionica) na račun »vanjskih igrača« (*outsiders*), ponajprije malih dioničara (Nunnenkamp, 1995; Beyer, 1996; Frydman, Gray i Rapaczynski (eds.), Vol. 1, 1996). Prema tom gledanju, »unutrašnje sporazumijevanje« prije završava u maksimalizaciji rasta, a ne profitu.

<sup>10</sup> Kao što smo već rekli, angloamerički korporacijski odbori direktora imaju dvije vrste članova: izvršne direktore (*executives*), koji dolaze iz same korporacije i neizvršne direktore (*non-executives*), koji se imenuju iz okoline. Ovi zadnji mogu biti sveučilišni profesori, izvršni direktori drugih poduzeća ili, općenito, uglednici. Između tih dviju kategorija članova postoji razumljiva napetost. Različiti pokušaji reformi odbora direktora posljednjih desetak godina temelje se, među ostalim, i na ideji da glavni izvršni direktori (CEO) ne bi smjeli biti istodobno i predsjednicima odbora direktora. J. Pound je na tom tragu uveo razlikovanje između »upravljane« i »upravljive« korporacije (*managed vs. governed corporation*). (usp. Pound, 1992; Pound, 1995). Na njemački model nadzornog odbora utjecao je poslijeratni naglasak na koncept »socijalnog gospodarstva«. Nadzorni odbori sastavljeni od dioničara i predstavnika zaposlenika donekle su ograničili moć vlasnika, ali su jednako tako osigurali Njemačkoj socijalni mir sve do početka devedesetih godina. To je tražilo i od zaposlenih i od sindikata dobro poznavanje funkciranja modernih poduzeća i tržišnih zakonitosti. Marchionna-Fare (1996) smatra da je ova nadzorna struktura ipak djelomice kriva za nefleksibilnost njemačke velike industrije u ovom desetljeću. O tome svjedoče i stečajevi, tj. loše poslovanje nekih donedavno vrlo uspješnih tvrtki kao što su Balsam, Schneider, Metallgesellschaft, KHD, Kloeckner.

<sup>11</sup> Glede dužničko-vjerovničkih odnosa, američka regulativa je stroža prema bankama nego ista u Njemačkoj i Japanu. Primjerice, u SAD-u banke mogu pozajmiti najviše 15% kapitala pojedinačnom zajmoprimcu, dok su u Japanu i Njemačkoj ta ograničenja 30%, odnosno 50%. Po jačini odnosa između banaka i poduzeća postoje izrazite razlike između ovih zemalja. Poznato je da su odnosi banke-poduzeća osobito snažni u Japanu, gdje je uobičajeno da su grupe poduzeća iz različitih industrija uglavnom povezane s jednom jakom bankom (*«keiretsu» form of corporate organization*). Banke ne samo da imaju vlasničke udjele u tim tvrtkama, oni su im i iznimno važan izvor finansijskih sredstava. Dittus i Prowse (1996.) navode da su, primjerice, od 1970. do 1985. godine japanske tvrtke pozajmicama od finansijskih institucija pokrivale više od 40% svojih ukupnih finansijskih potreba. U SAD-u banke uglavnom nemaju vlasničke udjele niti su važan izvor sredstava velikim korporacijama. Naravno, to ne znači da se banke uopće nejavljaju kao vanjski izvori sredstava za korporacijske investicije. No, odnos između banaka i korporacija prije je odnos »kratkotrajnog oslonca« (*at arm's length*) negoli odnos između aktivnog investitora ili ključnog dioničara i ovisne korporacije.

<sup>12</sup> Zanimljivo je u tom kontekstu istaknuti ideje Franksa i Mayera iz 1992. godine (prema: Dittus i Prowse, 1996). Oni smatraju da izvjesne djelatnosti imaju više koristi od njemačkog stila korporacijskog vodstva dok neke druge, istodobno, više profitiraju od američkog stila korporacijskog vodstva. Franks i Mayer drže da je američki model prikladniji za subjektivnu procjenu budućih poslovnih izgleda, dok je pitanje kvalitete zaposlenih i menadžera od manje važnosti. Naravno, ovo pretpostavlja da se korporacijsko vodstvo usmjerava na ocjenu korporacijskih strategija koju podnose odgovorni članovi uprava korporacija. Posebno se to odnosi na rizične industrije poput biotehnologije i farmaceutske industrije. Oni procjenjuju da je ta funkcija posve drukčija od njemačkog (japanskog) sustava, koji se oslanja na banke kao aktivne investitore. Glavna je uloga banke kao *Hausbank*, između ostalog, da ima dovoljno

informacija o kvalitetama uprave i zaposlenih. Zato je taj tip korporacijskog vodstva posebno prikladan za procjenu učinka uprave u industrijskim standardnim operativnim postupcima i poznatim vještinama (proizvodnja, osobito temeljne industrije).

<sup>13</sup> Dittus i Prowse su u svojoj studiji (1996) došli do - i za našu temu i za hrvatsku situaciju - zanimljivih zaključaka. *Prvo, nove privatne banke u Srednjoj Europi i Rusiji ne žele imati u vlasništvu poduzeća niti sudjelovati u korporacijskom upravljanju kroz vlasničke udjele u tim poduzećima.* Za bankare je uloga aktivnog dioničara izrazito skupa glede angažiranih ljudskih potencijala i upravljačkog vremena, a dobici vrlo mali s obzirom da se zapostavljaju primarni poslovi banaka. Zatim, oni žele izbjegći »moralnu obvezu« povećanog financiranja »vlastitih poduzeća«; to se doživljava kao izraziti konflikt interesa između vlasništva i nezavisne procjene kreditnih zahtjeva. Uz to, privatne banke ne vide mnogo radne, kvalifikacijske i upravljačke sinergije između pozajmljivačkih poslova i poslova korporacijske kontrole. Po njima, riječ je često o posve različitim poslovima glede znanja i umijeća angažiranih ljudi, koje bi pak bilo preskupo usmjeravati i na poslove - restrukturiranja poduzeća. Na kraju, nove banke (pogotovo u slučaju Rusije) misle da kroz poslove kreditiranja i finansijsko praćenje svojih komitenata imaju dovoljno potrebnih informacija o njima. Eventualno vlasništvo nad tim poduzećima ne bi bitno smanjilo »informacijsku asimetriju« između njih i *insidera* u tim poduzećima. *Druge, velike i djelomično državne banke svoju ulogu u restrukturiranju poduzeća i korporacijskoj kontroli vide tek u onoj mjeri u kojoj je to nužno zbog povrata uloženih (kreditnih) sredstava.* Treće, zamjena dugova za vlasničke udjele nije popularna u bankama. Ta se tehnika »prebijanja« dugova u Poljskoj javila u oko 30% slučajeva. U Madarskoj je taj oblik konsolidacije banaka još nepopularniji. Općenito govoreći, banke u postsocijalističkim zemljama nisu sklonе da »zamijene loše dugove za još lošije vlasničke udjele«. Tome se prilazi obično onda kada drugih, realnijih rješenja nema na vidiku.

<sup>14</sup> Razlozi su tome vjerojatno u nekoliko početnih prednosti banaka pred privatnim fondovima. Prvo, banke su kroz razgranatu mrežu nacionalnih poslovnica svojim fondovima omogućile brži pristup do gradana. Drugo, one su svojim fondovima mogle za početne troškove poslovanja, marketing i oglašavanje pozajmiti izdašnja finansijska sredstva. Treće, banke su u javnosti uživale ugled razmjerno kompetentnih institucija, uz to i institucija pod državnom regulativom i kontrolom.

<sup>15</sup> Razina isprepletenosti vlasništva može se vidjeti iz ovih primjera. Ceska Sporitelna je jedna od najpoznatijih banaka, držeći oko 80% depozita gradana. Ona je u prvom valu privatizacije osnovala jedan od najvećih fondova (Sporitelni Privatizaciјi). Međutim, u to je vrijeme privatizirano i 37% njezinih vlastitih dionica (40% zadržao je Fond nacionalne imovine, 23% ostale institucije i pojedinci). Dogodilo se da je 29,1% dionica Ceske Sporitelne završilo u portfeljima osam velikih finansijskih institucija. U slučaju Komerčni banke koncentracija vlasničkih udjela bila je veća: kod nje - izuzmemli Fond nacionalne imovine - pet velikih finansijskih institucija drži 44% dioničkog kapitala (Coffee, Jr., 1996).

<sup>16</sup> Rasprave, pitanja i dvojbe o njegovim dosezima bez sumnje će se nastaviti. Najvažnije je međutim u kojem će se smjeru razvijati konkretna situacija. Primjerice, hoće li se fondovima prepustiti uloga stvarnih, većinskih vlasnika, tako da se ukine ograničenje od 20% vlasničkog udjela po jednom poduzeću? Dodatno, kakva će se nadzorna struktura nad fondovima uspostaviti? Zatim, hoće li se i na koji način fondovi iznutra finansijski konsolidirati? Jasno, tu je i jedan od najtežih problema: kako se izvući iz paučine »isprepletenoga vlasništva« (*cross-ownership*)? Prema mišljenju P. Dittusa i S. Prowsea, s obzirom na ograničenu likvidnost tržišta dionica, čini se da nije realno narediti bankama povezanim s fondovima da prodaju sve svoje udjele u njima i osiguravajućim društvima. Jedine kompanije koje bi te udjele mogle kupiti - i to uz znacajne popuste - jesu privatni fondovi, poput HC & C. No, na taj bi se način privatni fondovi pretvorili u jake kontrolne suparnike bankama. Je li to prihvatljivo još uvjek jakim državnim bankama i političkoj strukturi?

Drago Čengić:  
Vlasništvo i poduzeće:  
problem menadžerske  
kontrole

Možda bi jednostavnije, iako ne i manje radikalno, bilo rješenje da se upravljačka društva posve odvoje od banaka. Banke i osiguravajuća društva trebali bi prenijeti svoje udjele u »svojim fondovima« izravno na njihove dioničare. Mogući rezultat mogao bi biti da bi sada investicijska društva došla pod kontrolu banaka. No, banke bi se barem osloboidle njihove, institucionalno neprirodne, veze i kontrole.

Sva ova pitanja valja imati u vidu i s obzirom na ograničeni model »vaučer« privatizacije u Hrvatskoj, koji bi trebao završiti sredinom 1998. godine.

## LITERATURA

- Andreff W., (1996), Corporate governance of privatized enterprises in transforming economies: a theoretical approach, *MOCT-MOST*, vol. 6 (2):59-80.
- Aoki, M., H. Kim (1995), *Corporate governance in transitional economies*, Economic Development Institute Studies, The World Bank, Washington D.C.
- Baums, T. (1992), Takeovers vs. institutions in corporate governance in Germany, Universität Osnabrück, Institut für Handels und Wirtschaft, Working Papers, No. 1/92.
- Bartlet, W. (1997), Competition and network relationships among employee owned and private firms in Croatia and Macedonia, u: *Enterprise in transition*. Second International Conference on Enterprise in Transition, The Faculty of Economics, Split, May 22-24, 1997., pp. 137-143.
- Berglof, E. (1988), Capital structure of a mechanism of control: a comparison of financial systems, u: Aoki, M., B. Gustafsson, O. Williamson, *The firm as nexus of treaties*, Sage Publications (prema C. G. Goritz, V. S. Fumas, 1996).
- Berle, A. A., G. C. Means (1932), *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York.
- Beyer, J. (1996), Governace structures. Unternehmensverflechtungen und Unternehmenserfolg in Deutschland, Wiesbaden, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, (3):79-102.
- Bruce, A., T. Buck, J. Coine, M. Wright (1990), Incentives for senior managers: share options and buy-outs, u: Jenkins, G., M. Poole (eds.), 1990: 233-250.
- Coffee J. C., Jr. (1996), Institutional investors in transitional economies, u: R. Frydman, C. W. Gray, A. Rapaczynski (eds.) (1996), *Corporate governance in Central Europe and Russia*, Vol. 1., Banks, funds and foreign investors, CEU Press, Budapest, London, New York, str. 111-185.
- Corporate governance (1994), London, *The Economist*, vol. 330 (7848): January 29-February 4, 1994:18 pp.
- Čengić, D. (1995), *Manageri i privatizacija. Sociološki aspekti preuzimanja poduzeća*, Alinea, Zagreb.
- Čengić D. (1996a), Korporacijsko upravljanje u Srednjoj i Istočnoj Evropi, Zagreb, *Privatizacija*, vol. 2 (23):45-58.
- Čengić D., (1996b), Korporacijsko upravljanje: u potrazi za »najboljim modelom« korporacijskog upravljanja, Zagreb, *Privatizacija*, vol. 2 (18): 36-39.
- Čučković, N. (1997), Neslužbeno gospodarstvo i proces privatizacije, Zagreb, *Finansijska praksa*, vol. 21 (1-2):259-276.
- Dittus P., S. Prowse (1996), Corporate control in Central Europe and Russia: should banks own shares?, u: R. Frydman, C. W. Gray, A. Rapaczynski (eds.) (1996), *Corporate governance in Central Europe and Russia*, Vol. 1., Banks, funds and foreign investors, CEU Press, Budapest, London, New York, str. 20-68
- Dobrinsky R. (1995), *Microeconomic adjustment in the transition to market economy: an overview of enterprise behaviour in Central and Eastern Europe*

- rope, Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche, Wien, No. 221, August 1995.
- Eisenhardt K. M. (1988), Agency theory: an assessment and review, *Academy of Management Review*, (1):57-74.
- Estrin S., A. Gelb, I. Singh (1995), Shocks and adjustment by firms in transition: a comparative study, Orlando, *Journal of Comparative Economics*, vol. 21 (2):131-153.
- Filatotchev, I., T. Buck, M. Wright (1992), Privatisation and buy-outs in the USSR, Glasgow, *Soviet Studies*, vol. 44, (2):265-282.
- Franičević, V. (1997), Institutions and entrepreneurial behaviour: privatization and competition in Croatia, u: *Enterprise in transition. Second International Conference on Enterprise in Transition*, The Faculty of Economics, Split, May 22-24, 1997., pp. 64-68.
- Franičević, V. (1997), Politička ekonomija neslužbenog gospodarstva - država i regulacija, Zagreb, *Finansijska praksa*, vol. 21 (1-2):295-314.
- Frydman R., C.W. Gray, A. Rapaczynski (eds.) (1996), *Corporate governance in Central Europe and Russia*, Vol. 1., Banks, funds and foreign investors, CEU Press, Budapest, London, New York .
- Frydman R., C.W. Gray, A. Rapaczynski (eds.) (1996), *Corporate governance in Central Europe and Russia*, Vol. 2., Insiders and the state, CEU Press, Budapest, London, New York .
- Frydman R., K. Pistor, A. Rapaczynski (1996), Investing in insider-dominated firms: a study of Russian voucher privatization funds, u: R. Frydman, C.W. Gray, A. Rapaczynski (eds.), *Corporate governance in Central Europe and Russia*, Vol. 1., Banks, funds and foreign investors, CEU Press, Budapest, London, New York .
- Frydman R., A. Rapaczynski (1994), *Privatization in Eastern Europe: is the state withering away?*, CEU Press, Budapest, London, New York.
- Frydman R., A. Rapaczynski, J. S. Earle et al (1993), *The Privatization process in Central Europe*, CEU Press, Budapest, London, New York .
- Frydman R., A. Rapaczynski, J.S. Earle et al (1993), *The Privatization process in Russia, Ukraine and the Baltic States*, CEU Press, Budapest, London, New York .
- Goić S. (1995), Teorija agencije kao temeljni koncept odnosa u suvremenom poslovanju, Zagreb, *Računovodstvo i financije*, vol. 41 (11):83-94
- Gorri, C. G., V. S. Fumas (1996), *Ownership and governance among large Spanish corporations*, Wiesbaden, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, (3):65-78.
- Gruenbichler, A., P. Oertmann (1996), Corporate governance: Schweizer Erfahrungen, Wiesbaden, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, (3):29-50.
- Gurkov, I., G. Asselbergs (1995), Ownership and Control in Russian Privatised Companies: Evidence from a Survey, London, *Communist Economies and Economic Transformation*, vol. 7 (2):195-212.
- Hashi, I. (1997), Mass privatization and corporate governance in Albania, u: *Enterprise in transition. Second International Conference on Enterprise in Transition*, The Faculty of Economics, Split, May 22-24, 1997, pp. 154-160.
- Hill, S. (1995), The social organization of boards of directors, London, *The British Journal of Sociology*, vol. 46 (2):245-278.
- Hirata, M. (1996), Die japanische torishimariyaku-kai. Eine rechtliche und betriebswirtschaftliche Analyse, Wiesbaden, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, (3):1-28.
- Jenkins, G., M. Poole (eds) (1990), *New forms of ownership. Management and employment*, Routledge, London and New York .
- Jensen M. C., W. H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, (3):306-360.

- Kayser, S. (1997), Principal-agent relationships of firms in transition, u: *Enterprise in transition. Second International Conference on Enterprise in Transition*, The Faculty of Economics, Split, May 22-24, 1997., pp. 161-165.
- King N., Jr. (1995), Can anything tame the fund monsters?, Brussels, *Central European Economic Review*, June 1995.:24-26.
- Koster, W. C., T. A. Luehrman (1995), Rehabilitating the leveraged buy-out, Boston, Boston, *Harvard Business Review*, vol. 73 (3):119-131.
- Marchionna-Fare A. (1995), Put prema uspješnom nadzornom odboru, Zagreb, *Privatizacija*, vol. 1 (3):38-41
- Mayer, C. (1996), *Corporate governance, competition and performance*, Paris, OECD Economic Studies, 1996/II (27):7-34.
- Michaels D. (1996), Strange bedfellows: the Polish state is an unpredictable shareholder, Brussels, *Central European Economic Review*, vol. 4 (8):17
- Miller, K. (1995), Hostile take-overs are back. Here's how to avoid one, *Fortune*, vol. 132 (2), July 1995.
- Mirow, M., M. Aschenbach, O. Liebig (1996), Governance structures im Konzern. Ein systemtheoretischer Beitrag zur Reduktion von Komplexität in multinationalen Konzernen, Wiesbaden, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, (3):125-144.
- Moore, J. (1992), British privatization - taking capitalism to the people, Boston, *Harvard Business Review*, vol. 70, (1):115-124.
- Nunnenkamp P. (1995), *The German model of corporate governance*, The Kiel Institute of World Economics, Kiel Working Paper No. 713, Kiel, November 1995.
- O'Neal D., H. Thomas (1996), Developing the strategic board, Oxford, *Long Range Planning*, vol. 29 (3):314-327.
- Ostović D. (1996), Masovna privatizacija, Zagreb, *Privatizacija*, vol. 2 (13): 42-53.
- Oviatt B. M. (1988), Agency and transaction cost perspectives on the manager-shareholder relationship: incentives for congruent interests, *Academy of Management Review*, (2):214-225.
- Peel, M. J. (1995), The impact of corporate restructuring: mergers, divestment and MBOs, London, *Long Range Planning*, vol. 28, (2):92-101.
- Pound, J. (1992), Beyond take-overs: politics comes to corporative control, Boston, *Harvard Business Review*, vol. 70, (2):83-93.
- Pound J. (1995), The promise of the governed corporation, Boston, *Harvard Business Review*, vol. 73 (2):89-102.
- Robbie, K., M. Wright (1995), Managerial and ownership succession and corporate restructuring: the case of management buy-ins, Oxford, *Journal of Management Studies*, vol. 32, (4):527-550
- Salmon W.J. (1993), Crisis prevention: how to gear up your board?, Boston, *Harvard Business Review*, vol. 71 (1):68-75.
- Shleifer A., D. Vasiliev (1996), Management ownership and Russian privatization, u: Frydman R., C.W. Gray, A. Rapaczynski (eds.) (1996), *Corporate governance in Central Europe and Russia*, Vol. 2., Insiders and the state, CEU Press, Budapest, London, New York, pp. 62-78.
- Tainio, R., K. Virtanen (1996), Governance structures in Finnish corporations, Wiesbaden, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, (3):51-64.
- Thompson, S., M.Wright, K.Robbie (1990), Management buy-outs from the public sector: ownership form and incentive issues, London, *Fiscal Studies*, vol. 11, (3):71-88.
- Uvalić, M. (1997), Corporate governance in transition economies, u: *Enterprise in transition. Second International Conference on Enterprise in Transition*, The Faculty of Economics, Split, May 22-24, 1997., pp. 203-208.

Wisman, J. D. (ed.) (1991), *Radničko dioničarstvo*, Institut za javne finan-

cije, Zagreb.

Wright, M., S. Thompson, B. Chiplin, K. Robbie (1991), *Buy-ins and buy-*

*outs: new strategies in corporate management*, Graham & Trotman, Lon-

don.

Županov J. (1995), *Poslijе potopa*, Nakladni zavod Globus, Zagreb.

Drago Čengić:  
Vlasništvo i poduzeće:  
problem menadžerske  
kontrole