

VLASNICI, MENADŽERI I KONTROLA PODUZEĆA



Biblioteka STUDIJE, knjiga 4.

Copyright © 2001.

Institut društvenih znanosti Ivo Pilar u suradnji s  
Hrvatskom sveučilišnom nakladom, Zagreb

---

CIP - Katalogizacija u publikaciji  
Nacionalna i sveučilišna knjižnica, Zagreb

UDK 65.012.4(497.5)

ČENGIĆ, Drago

Vlasnici, menadžeri i kontrola  
poduzeća : prilog analizi korporacijskog  
upravljanja u Hrvatskoj / Drago ČengiĆ. -  
Zagreb : Institut društvenih znanosti Ivo  
Pilar, 2001. - (Biblioteka Studije ; knj.  
4)

Bibliografija.

ISBN 953-6666-14-6

I. Menadžment - - Korporacije - - Hrvatska

410516047

---

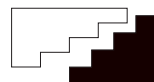
ISBN 953-6666-14-6

# VLASNICI, MENADŽERI I KONTROLA PODUZEĆA

Autor:  
Drago Čengić

**Institut**  
društvenih znanosti  
**Institute**  
of Social Sciences

IVO PILAR



Zagreb, 2002.

---

*Napomena:*

Ova je knjiga nastala kao rezultat projekta “*Corporate Governance in Croatia: Management Control in the Post-Privatisation Period*”, rađenog od 1998. do 2000. godine uz financijsku potporu “Fondacije Otvoreno društvo”, Prag (RSS No.: 1063/1998), kao i autorovih uvida u istraživanu temu tijekom nekoliko posljednjih godina rada u Institutu društvenih znanosti Ivo Pilar u Zagrebu. Zato su u knjigu djelomice uključeni i podatci publicirani u izdanjima Instituta Ivo Pilar u posljednje dvije godine.

---

Nakon što je početkom devedesetih godina došlo do - gotovo planetarnog - političkog sloma realnog socijalizma u Istočnoj Europi, odnosno do sloma "samoupravnog socijalizma" u našoj zemlji, odmah se počelo postavljati pitanje na kojim će se temeljima formirati odnos vlasnika i menadžera u našim poduzećima. Hoće li se ti odnosi temeljiti na apsolutnom vlasništvu političke elite nad ekonomskim resursima, na savezu između nove političke elite i (politički) stvorene poduzetničke elite, koja je stasala u okrilju različitih modela privatizacije? Ili će se ti odnosi temeljiti na racionalnom savezništvu između novih vlasnika - kao vlasnika ekonomskih resursa, i menadžera - kao vlasnika specifičnog rukovoditeljskog i upravljačkog znanja?

To je pitanje (poznato u teoriji i kao problem korporacijskog upravljanja) sve do danas bilo prvo u sjeni rata, a zatim i duboke političke i ekonomske krize te izostanka razvojne perspektive. No, stalno prisutni ali "pod tepih" sakriveni zahtjevi nove hrvatske modernizacije, to će pitanje ponovno staviti kao problem posebne naravi i pred analitičare i pred kreatore društvene zbilje.

U ovim smo tekstovima, koji su nastajali u različito vrijeme u posljednje dvije godine, pokušali dati skroman prilog mogućoj raspravi o odnosu vlasništva, upravljanja i rukovođenja u novonastalim društvima kapitala u Hrvatskoj. Naglasak je pri tome - logikom stvari, jer su nam u žarištu empirijske analize ipak dionička društva - na problemima korporacijskog upravljanja i ponašanju novih ekonomskih aktera - vlasnika poduzeća, menadžera, malih dioničara, institucionalnih ulagača i različitih predstavnika države (kao vlasnika još uvijek značajnog dijela imovine u hrvatskome gospodarstvu).

Iako ovdje sabrani tekstovi u zaključcima govore o mogućoj evoluciji sadašnjeg modela korporacijskog upravljanja, koji je institucionalno oslonjen na njemačku pravnu tradiciju, zaključne napomene smjeraju dalje od puke promjene sadašnjeg modela upravljanja, rukovođenja i

nadzora u velikim hrvatskim poduzećima. Njima želimo ponovno potaknuti raspravu o naravi poduzeća u moderne kapitalizmu, o naravi vlasništva i rukovođenja u hrvatskim poduzećima i o vrijednostima koje bi trebale rukovoditi i vlasnike i menadžere u njihovu svakodnevnom djelovanju. Uspijemo li u tome barem djelomice, napor uložen u ovu analizu neće biti posve uzaludan.

Drago Čengić

---

VLASNIŠTVO I PODUZEĆE: KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE I  
MENADŽERSKA KONTROLA KAO TEORIJSKI PROBLEMI

Cilj i svrha .....	11
Teorija agencije i korporacijsko upravljanje .....	11
Zapadna iskustva s korporacijskim upravljanjem .....	17
Glavna obilježja njemačkog sustava korporacijskog upravljanja .....	22
Privatizacija i menadžerska kontrola u postsocijalističkim zemljama .....	25
Umjesto zaključka: evolucija ili devolucija upravljačkih i nadzornih struktura? .....	30
Bilješke .....	32

KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE U HRVATSKOJ: PROBLEM  
MODELA I TEMELJNI CILJEVI PROJEKTA

Svrha i ciljevi projekta .....	41
Polazne hipoteze i neki rezultati preliminarnog istraživanja .....	42
Neki podatci o uzorku i korištenim upitnicima .....	48
Bilješke .....	49

PONAŠANJE GLAVNIH AKTERA KORPORACIJSKE KONTROLE -  
ANALIZA EMPIRIJSKIH PODATAKA

Tko su naši ispitanici? .....	55
Neka obilježja poduzeća kojima rukovode/koja nadziru .....	56
Vlasnička struktura poduzeća i tendencije promjene vlasničke strukture	60
Vlasnici, vlasnička kontrola i poslovna (ne)uspješnost poduzeća .....	65
<i>Poslovna (ne)uspješnost i politika proizvodnje dobiti</i> .....	65
<i>Neka obilježja nadzornih odbora</i> .....	68
<i>Vlasnička kontrola i problem kvalitete rada nadzornih odbora</i> .....	71
Strategije pojedinih aktera i unutrašnja kontrola poduzeća .....	82
<i>Ponašanje menadžera i novih institucionalnih vlasnika (PIF-ova)</i> .....	82
Institucionalni vlasnici i menadžersko preuzimanje poduzeća - (ne)željeni proizvodi privatizacijskih projekata .....	83
Masovna privatizacija u Hrvatskoj: očekivanja glavnih aktera .....	86

Menadžeri: socioprofesionalni profil i poželjna vlasnička struktura poduzeća .....	92
Novi vlasnik i očekivani potezi .....	98
Što su dobili privatizacijski investicijski fondovi? .....	104
PIF-ovi kao institucionalni vlasnici .....	106
Umjesto zaključka: novije tendencije .....	109
<i>Ponašanje države kao vlasnika</i> .....	113
Hrvatski model privatizacije i unutrašnje napetosti modela .....	114
Izvedbene napetosti ili proces de/legitimacije privatizacijskog modela (1992.-1997.) .....	117
Legitimacijske napetosti i hrvatska javnost .....	121
Država kao akter privatizacije i korporacijske kontrole u novim prilikama .....	125
Sklonost drugim modelima korporacijskog upravljanja .....	129
Bilješke .....	132
ZAKLJUČNE NAPOMENE	
Temeljni rezultati istraživačke analize .....	145
Evolucija modela korporacijskog upravljanja? .....	152
Bilješke .....	155
SAŽETAK .....	157
SUMMARY .....	163
LITERATURA / LITERATURE .....	177
BILJEŠKA O AUTORU .....	187



---

# *I.*

VLASNIŠTVO I  
PODUZEĆE:  
KORPORACIJSKO  
UPRAVLJANJE I  
MENADŽERSKA  
KONTROLA KAO  
TEORIJSKI PROBLEMI





## CILJ I SVRHA RADA

---

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 u nas “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 koja se ulažu u neku djelatnost radi ostvarenja dobiti/profita u uvjetima neizvjesnosti na tržištu. Osnivanje različitih društava kapitala (d.o.o., d.d.) još početkom devedesetih godina svjedoči o ovoj tendenciji 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 ove dionice 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 uvijek 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

neko poduzeća prate rezultate rada unajmljenih menadžera kako bi osigurali efikasno 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 u interesu vlasnika imovine/kapitala?<sup>2</sup>

Za postsocijalističke zemlje tom bismo pitanju trebali možda dodati još jedno: može li se postojeća praksa korporacijskog upravljanja u (novoprivatiziranim) dioničkim društvima 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 istočnoeuropskih postprivatizacijskih politika (R. Dobrensky, 1995.; M. 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 (M. C. Jensen, W. H. Meckling, 1976.; B. M. Oviatt, 1988.; S. Goić, 1995.; S. Kayser, 1997.). Teorija agencije izvedena je zapravo iz teorije vlasničkih prava i na slikovit način prikazuje temeljne dileme korporacijskog upravljanja (usp. W. Andreff, 1996). Naime, agencijski odnos može se razumjeti kao ugovor kojim jedna ili više osoba (*principal*) angažira drugu osobu (*agenta*) 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* na izvršenje. Najopćenitije, *principal* je vlasnik i nositelj interesa kapitala uloženog u određenu gospodarsku djelatnost – poduzeće. S druge strane, *agent* prihvaća obaviti posao za *principala* 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 samog formalnog modela tog odnosa. Naime, kad se jed-

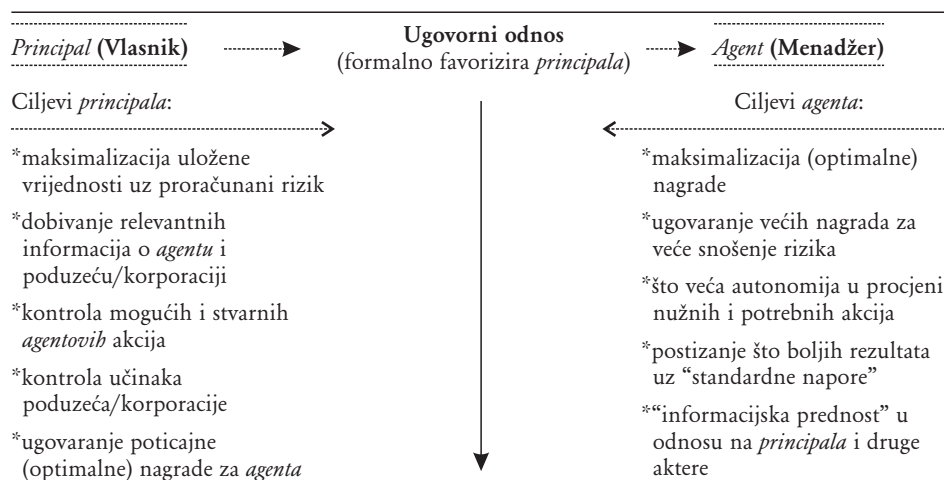
nom već uspostavi odnos između *agenta* i *principala*, obje su strane zainteresirane za maksimiranje vrijednosti određene koristi, odnosno prilike. Funkcija *principalove* korisnosti "P" ovisi o rezultatu "X" određene akcije koju je izabrao *agent*. *Principal* najlakše uočava rezultat "X", ali često ne može valjano razlikovati učinke same *agentove* akcije od učinaka okolinskih činitelja. S druge strane, funkcija korisnosti "A" za *agenta* ovisi o nagradi dogovorenoj s *principalom* i od troškova koje *agent* ima pri ispunjavanju svojih temeljnih zadaća. Bitno je obilježje ovoga odnosa *informacijska asimetrija* (S. Kayser, 1997.). *Principal* gotovo nikada ne može savršeno kontrolirati ponašanje *agenta*, a informacijska asimetrija tiče se ponajprije problema skrivenih akcija i skrivenih informacija. Neučinkovit nadzor *agentovih* akcija dovodi do toga da *agent* može slijediti alternative koje povećavaju njegovu korist umjesto *principalovu* korist. Analogno, *agent* ne koristi nužno sve raspoložive informacije, jer one traže mnogo više od običnog napora u rukovođenju tvrtkom. Ima li *principal* mogućnost da do izvjesne mjere 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 *agentu* dovoljno poticajna da se ponaša sukladno *principalovim* ciljevima. Nagrada u svakom slučaju ovisi o učinku koji je za *principala* vidljiv i razložan.<sup>4</sup> Pretpostavimo li da rezultat "X" predstavlja neki prihod, *principalova* netoprmanja izražava izraz "X-s(x)". Drugi problem jest pitanje nalaženja efikasne *alokacije rizika* - kako za *agenta* tako i za *principala*. Ako dogovoreni sustav nagrađivanja udjeljuje velike dijelove prihoda *agentu*, i on snosi sve veći dio rizika za taj svoj dio vrijednosti. Zato detaljnija analiza alokacije rizika mora voditi računa o preferencijama rizika na obje strane. Kako ističe K. M. 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, S. Goić (1995.) osim informacijske asimetrije i različitog odnosa prema riziku spominje još i različitost interesa, nejednakost formalnih položaja i nejednakost znanja.

Shema 1.

Temeljne dimenzije odnosa menadžera i vlasnika prema teoriji agencije



**STVARNI JE ODNOS PODRUČJE MOGUĆEGA KONFLIKTA ZBOG:**

- \*informatijske 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

*Različitost interesa.* Već je uočena nejednakost interesa i motiva, što dovodi do različitih ciljeva koje u poslovanju slijede pojedini akteri. *Principalov* interes u načelu je maksimiranje vrijednosti/profita, dok je *agentov* interes 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, a time i o angažmanu *agenta*. Gledano iz te pozicije, *principal* je u nadređenom položaju, a time i njegovi interesi. Međutim, u samom odvijanju poslovnog pothvata *agent* ima povoljniji položaj: on ima neposredan uvid i sve informacije (*know-how*), dok je *principal* redovito odvojen od faze izvršenja.

*Nejednakost znanja.* *Agent* vrlo često zna više o neposrednom sadržaju i načinima obavljanja posla negoli *principal*. Uostalom, radi 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, neovisno o stvarnom znanju upravljanja, *agen-*

ti mogu zbog nejednakosti znanja obmanuti *principale* i time umanjiti vrijednost uloženog (*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 ne dolazi tako do izražaja kao kod ovostoljetnog razvoja 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 (*management*), 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 uz punomoć manjih dioničara (*proxies*) to osiguraju. Time je u igru uveden bitno politički moment: jer "radna kontrola" krupnog dioničara bitno ovisi o odnosu (podjeli moći) s upravom (J. Županov, 1995.). Prekine li se taj savez, posjednik "radne kontrole" mora pokušati za sebe pridobiti 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 operacije preuzimanja poduzeća (*takeovers*) i *leveraged management buy-out* vodila bitka između starih i novih vlasnika (vrlo često su to bili različiti institucionalni investitori) i postojećih uprava za "kontrolu korporacija". Menadžment se uvijek pribojava "korporacijskog uljeza" (*corporate raider*) i moguće operacije "preuzimanja korporacije" (*takeover 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. J. Pound, 1992.; W. J. Salmon, 1993.; J. Pound, 1995.; W. C. Koster, T. A. Luehrman, 1995.; K. Miller, 1995.).

*Menadžerska kontrola.* To je situacija kada uprava može uvijek dobiti punomoć većine dioničara i ne mora se ni s kim 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 management* 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 (J. 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. D. Michaels, 1995.; N. King, 1995.; D. Čengić, 1996.a). 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 uočnim izazovima globalnoga gospodarstva.

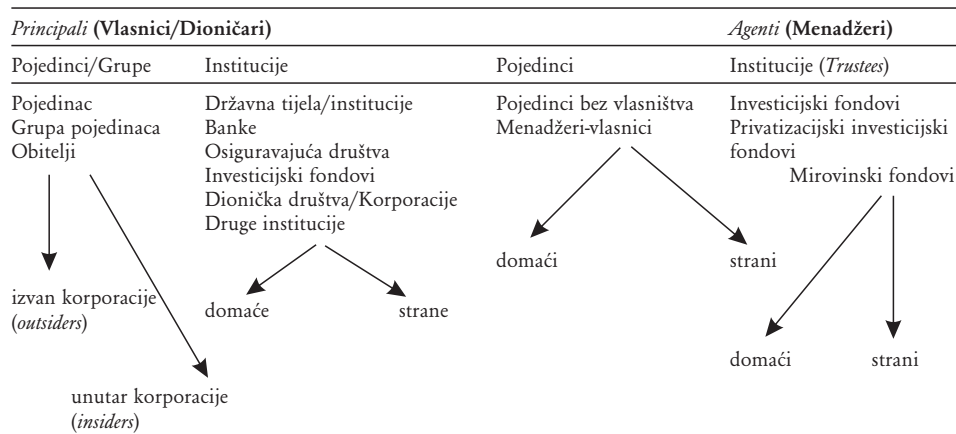
Postprivatizacijsko iskustvo u istočnoeuropskim zemljama upozorava nas posebno na razlikovanje između “vanjske kontrole” i “unutarnje kontrole” korporacija (shema 2).

*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 tih 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” (R. Frydman, A. Rapaczynski, 1994.).



Shema 2.

*Principali i agenti* – mogući popis glavnih aktera



*Unutarnja kontrola (insider control)* opisuje stanje u kojem razne frakcije bivših direktora – sadašnjih menadžera – i zaposlenika 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 varijable informacijske asimetrije, različito viđenje maksimizacije uložene vrijednosti, različito viđenje "optimalnih nagrada" "principala" i "agenta", različito viđenje alokacije rizika, različiti dugoročni interesi, nejednakosti između "principala" i "agenta" glede praktičnog "know-how" za upravljanje organizacijom te nejednakosti njihovih formalnih položaja pogoduju osamostaljenju menadžera 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 predsjednici-

ma odbora direktora (*chairman-driven corporation*), koji su zbog dugogodišnjeg rukovođenja pojedinim korporacijama izgradili ne samo prepoznatljiv stil vodstva, 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 D. O’Neala i H. Thomasa (1996.), dok klasični pristup korporacijskom upravljanju ističe ulogu vlasnika i u izboru predsjednika odbora direktora/nadzornih odbora te izboru izvršnih direktora, stvarnost je nešto drugačija. Vodeći ljudi velikih korporacija istaknuli su kako 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 svijet britanskih korporacijskih upravljača, i S. Hill (1995.). To znači da upravljačke socioprofesionalne grupe u neposrednoj blizini i unutar samih korporacija djeluju kao moćni korektivni mehanizmi vlasničke kadrovske politike.<sup>6</sup>

S tim u svezi možemo istaknuti našu drugu tezu. *Mogućnost vlasnika da učinkovito kontrolira ponašanje menadžera i kroz određeno vrijeme zapriječi “menadžersko ukopavanje” ovisi o njegovu vlasničkom udjelu i, na temelju toga, prakticanju 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

Tablica 1.  
Vlasnička struktura prema tipu kontrole i koncentraciji dioničara

<i>Tip kontrole</i>	<i>Koncentracija dioničarskog kapitala</i>
Apsolutna kontrola	→ najveći dioničari kontroliraju 80% ili i više dionica tvrtke
Većinska kontrola	→ najveći dioničari kontroliraju 50% – 80% dionica tvrtke
Manjinska kontrola	→ najveći dioničari kontroliraju 5% – 50% dionica tvrtke
Menadžerska kontrola	→ najveći dioničari kontroliraju manje od 5% dionica

Izvor: C. G. Gorriz, V. S. Fumas, 1996.

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

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.

Kao što se može vidjeti (tablice 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.*

<i>Vlasnici</i>	<i>SAD</i>	<i>Japan</i>	<i>Njemačka</i>
Korporacije	44,5	72,9	64,0
Od toga:			
* Financijske institucije	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	5,7	-	-
* Nefinancijske korporacije	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. (%)

*Izvor:* Federal Reserve Flow of Funds, Japanese Flow of Funds, Deutsche Bundesbank Monthly Report, prema: R. Frydman, C. W. Gray, A. Rapaczynski (eds.), Vol. 1, 1996.

Detaljniji 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 polovine analiziranih tvrtki. U SAD-u i u Velikoj Britaniji najjači dioničari toga tipa kontroliraju korporacije u 9%, odnosno u 2% slučajeva.

Kako ističu C. G. Gorriz i V. S. Fumas (1996.), dok u anglosaskim zemljama većina korporacija pripada vlasničkoj kategoriji dioničara sa 10% ili i manje dionica, dotle se u kontinentalnoj Europi u toj vlasničkoj kategoriji nalazi svega 2% dioničkih društava.<sup>7</sup> Nije zato čudno što neki autori tvrde kako su kontinentalne europske korporacije ta-

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

Izvor: C. G. Gorriz, V. S. Fumas, 1996.; \* podatci E. Berglofa, 1988.

**Tablica 3.**  
Prikaz korporacija prema veličini kapitala najvećega dioničara (%)

kođer pod dominantnim utjecajem “insidera”/obiteljskih vlasnika, kao i tek rođene korporacije u postsocijalističkoj Europi (usp. C. Mayer, 2000.).

**Tablica 4.**  
Glavna obilježja temeljnih sustava korporacijskog upravljanja

Upravo prema mehanizmima promjene vlasničke strukture u korporacijama može se, ali vrlo uvjetno, govoriti o dvama globalnim sustavima korporacijskog upravljanja u razvijenom svijetu (tablica 4): o *angloameričkom sustavu korporacijskog upravljanja (market based)* i o *njemačkom sustavu korporacijskog upravljanja (bank-based)* (P. Marchionna-Fare, 1995.; P. 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 proizvodnji odgovora korporacija na izazove globalnoga privrednog i gospodarskog nadmetanja, ne može ih se preko noći zamijeniti nečim novim, pogotovo ako to “novo” još uvijek ne postoji.

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

Izvor: P. Nunnenkamp, 1995.

Koja su temeljna obilježja tih sustava? Prvo, anglo-američki 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 (njujorška, 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 smanjenje "informacijske asimetrije" između "insidera" i "outsidera".* Da nije tako, vanjski investitori ne bi riskirali svoj novac kupujući korporacijske vrijednosnice, a tržišta kapitala ubrzo bi postala 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 dominantan 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 korporacijama? *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, kuturnoj i privatizacijskoj podlozi razvoja angloameričkog sustava korporacijskog upravljanja, ono spasonosno rješenje za postsocijalističke 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 dioničkoga kapitala u Njemačkoj. Bez detaljnijih istraživanja teško je odgovoriti na ova pitanja. No prije svega valjalo bi znati barem nešto više o obilježjima njemačkoga 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 financijskoj ovisnosti njemačkih korporacija o bankama (P. Nuppenkamp, 1995.). Štoviše, usporedimo li izvore financiranja njemačkih i britanskih korporacija jedva da možemo govoriti o dvama posve različitim sustavima korporacijskog upravljanja (tablica 5). U obje zemlje zajmovi iz financijskih 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 financijskih institucija su, nakon unutrašnjih fondova korporacija, doista

među najznačajnijim vanjskim izvorima financiranja, ali je unutrašnje financiranje najvažniji izvor kapitala za razvoj korporacija u obje zemlje.<sup>11</sup>

<i>Izvori sredstava</i>	<i>Njemačka</i>	<i>Velika Britanija</i>
Unutrašnji fondovi	76,0	87,9
Provizija na mirovine	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

*Izvor:* P. Nunnenkamp, 1995.

**Tablica 5.**

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

*Razlike između njemačkog i angloameričkog korporacijskog modela znatno su veće kada 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% BDP-a u V. Britaniji, a u SAD-u je težila oko 57% od BDP-a, dok je u Njemačkoj vrijednost poduzeća na burzama bila manja od 1/4 procijenjenog BDP-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 relativno 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%.*

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 svagdje, kao moćne poluge financijske 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* (T. 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” dioničkoga 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 događa se da banke glasuju posve neovisno o prvotnim nakanama dioničara, pokazujući time da je područje “diskretnih odluka” vrlo široko i od vlasnika relativno 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 podatci su o njemu dosta proturječni (P. Nunenkamp, 1995.). *Temeljna razlika u odnosu na angloamerički sustav korporacijske kontrole možda se više tiče naravi unutar-korporacijskih 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 s očuvanjem radnih mjesta – 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 suvlasnika nađu druga poduzeća, odnosno druge korporacije? Prema *principal - agent* odnosu tvrtka se promatra samo kao funkcija dioničara. No, možda je u ovom drugom slučaju primjerenije 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 C. Mayer (1996.), u tom slučaju bolje je na tvrtku gledati kao na “koordinacijsko” sredstvo za povezivanje vlastitog interesa s kolektivnim dobrom nekoliko stranaka (usp. i koncept “*stakeholder* kapitalizma” P. Ireland, 1996.).

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 za sada, kao interpretativna ideja za tumačenje sudnosa vlasničke i menadžerske strukture, zanimljiviji za razvijene zemlje, gdje su prisutne brojne “međukorporacijske mreže” s obzirom na isprepletenost vlasništva i menadžerskih struktura.

Za nas, pogotovo kada je riječ o vlasničkim i upravljačkim pretpostavkama privatizacije, ali i njezinim učincima na te iste vlasničke i upravljačke strukture u postsocijalističkim zemljama, i klasičan pristup na temelju teorije agencije može biti od velike koristi. Jasno, ovdje nema potrebe do detalja opisivati pretpostavke, trenutačne rezultate i budućnost privatizacijskih projekata u Istočnoj Europi, odnosno u Hrvatskoj (usp.: Frydman R, A. Rapaczynski, J. S. Earle et al., 1993.; D. Čengić, 1995.; N. Čučković, 1997.; M. Uvalić, 1997.; D. Čengić, I. Rogić, 1999.). Činjenica je da je opseg privatizacijskih projekata u Srednjoj i Istočnoj Europi započelih prije devet godina tako velik da nije usporediv sa sličnima u zapadnim zemljama. Opći ekonomski uvjeti za te projekte nisu bili, a nisu niti danas, posebno povoljni s obzirom na socijalne troškove privatizacije (V. Franičević, 1997.). Osim toga, ciljevi privatizacije bili su i jesu vrlo raznoliki, često međusobno konfliktni, tako da su s vremenom postajali netransparentni i umjesto oruđa u rukama službenih aktera privatizacije bivali su tek oruđe u rukama raznih interesnih koalicija, koje su imale i

realizirale svoje ("privatne") vizije 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 "vaučerska" privatizacija te prodaja imovine poduzeća zaposlenima i menadžerima tih poduzeća (M. 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 menadžera i zaposlenih (specifična vrsta "employee-management-buy-out", usp. D. Čengić, 1995.) u najvećoj su mjeri odredili vrlo osebnju 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 R., C. W. Gray, A. Rapaczynski (eds.), 1996.; Gurkov, I., G. 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 većina malih dioničara predala svoje dionice nekom od (privatizacijskih) investicijskih fondova te su se za jedan velik 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 tržišta, razvoj tržišta 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 tržišta kapitala i financijskih tržišta, kao i ulazak stranih korporacija u njima je još uvijek relativno spor. Što se tiče njemačkog sustava korporacijskog upravljanja, situacija je nešto zamršenija*. Prvo, za razliku od njemačkog slučaja, država je još uvijek važan vlasnik i kao takva i akter korpo-

racijske kontrole u svim postsocijalističkim zemljama (Frydman R., A. Rapaczynski, 1994.). Drugo, klasične financijske institucije, osobito banke, nisu posebno zainteresirane za ulogu korporacijskih kontrolora (P. Dittus, S. Prowse, 1996.; D. Čengić, 1996.a).<sup>13</sup>

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

Tablica 6.

Prvih deset čeških fondova – prvi val privatizacije (1991.–1992. godina)

<i>Fond</i>	<i>Osnivač/Upravljač (Investicijsko društvo)</i>	<i>Osnivač društva</i>	<i>Tržišna kapitalizacija (milijuni USD)</i>
01. Sporitelni Privatizacni	Sporitelni Investicni Spolecnost	(banka)	296
02. Harvard Dividend	Harvard Capital & Consulting a.s.	(privatno)	159
03. Komerčni Banka IF	IKS Komerčni Banky	(banka)	148
04. RIF	Prvni Investicni a.s.	(banka)	147
05. PIF IPF	KIS Ceska Pojistovna	(osiguravajuće 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

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

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 investicijskih 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 uvijek 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

Tablica 7.

Distribucija dionica nakon dva  
češko-slovačka privatizacijska  
vala (u %, na temelju 1.491  
poduzeća obuhvaćenih  
programima, 1995. godina)

<i>Ulagачi</i>	<i>Prosječna vrijednost</i>	<i>Standardna devijacija</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>
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

Izvor: J. C. Coffee, Jr., 1996.

od samog su početka bili uspješniji u prikupljanju vaučera: oni su u prvom valu prikupili gotovo 60% od svih fondovski prikupljenih vaučera.<sup>14</sup>

Drugi val privatizacije (1994. god.) brojem obuhvaćenih poduzeća bio je znatno manji, a proveden je samo u Češkoj. I ovaj put su dominirali 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, nego 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 (J. C. Coffee, Jr., 1996.).

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 odbore, prema njemačkom korporacijskom modelu. Osnivačka, tj. upravljačka društva sklopila su menadžerske ugovore s nadzornim (vanjskim) odborima fondova, a nakon toga se pristupilo imenovanju uprava fondova. Kroz neko vrijeme broj se fondova smanjio. Međutim, na njihovu su (ne)učinkovitost kao upravljača tuđih 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 isprepletano. Prvo, fondovi su se htjeli predstaviti kao moćni financijski posrednici kroz prikupljanje vaučera i njihovo investiranje u privatizirane tvrtke. Drugo, osnivači vodećih fondova - neizravno glavne češke banke i financijske 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 bila država, došlo je – paradoksalno, do podržavanja većine aktivnih privatizacijskih fondova. Istodobno 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 većina članova upravnih odbora zazire od bilo kakvoga rizika. “Čak i tamo gdje fondovi imaju većinu dionica, njihovi predstavnici se ne miješaju u upravljačke probleme, smatrajući da je njihova temeljna uloga da prosljeđuju (polutajne) 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 ostaloga, 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 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, ključne razlike između njemačke i češke situacije možemo 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 interese ipak kako-tako povezuju s interesima ostalih dioničara. Suprotno tome, češke banke formalno nemaju direktnih vlasničkih udjela u poduzećima – udjele imaju fondovi osnovanih od njihovih investicijskih društava. Drugo, veliki su dioničari, kako smo vidjeli, gotovo pravilo u Njemačkoj. Iako je češko dio-

ničarstvo također visoko koncentrirano, nijedan fond ne može legalno imati više od 20% dionica pojedinoga poduzeća. Treće, većina čeških privatizacijskih investicijskih fondova nema veće mogućnosti da maksimizira vrijednosti dionica u portfelju, jer se nakon drugog privatizacijskog vala nije očekivala daljnja prodaja vlastitih dionica.

Zbog ovih razloga čini se kako je vrlo upitno je li češki, kao uostalom i poljski, model postprivatizacijskog korporacijskog vodstva preporučljiv model i za druge postsocijalističke zemlje. U realnosti, taj sustav još uvijek ne sličiti 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 osebujan tip korporacijske kontrole – osebujan ne samo za Češku već i za širi krug postsocijalističkih zemalja – to će se tek vidjeti kroz neko buduće razdoblje.

## UMJESTO ZAKLJUČKA: 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 odnedavno slijede kapitalistički tip razvoja. To znači da će, bez obzira na normativno usvojene modele korporacijske kontrole (kod nas vidljive u Zakonu o trgovačkim društvima, Zakonu o postupku preuzimanja dioničkih društava i pratećim propisima), svaka od postsocijalističkih zemalja tek kroz proces “učjenja-kroz-činjenje” doći do učinkovite kontrole menadžerskih struktura. Kako smo vidjeli, u bilo kojem sustavu korporacijskog upravljanja menadžerska kontrola se javlja zajedno s pojavama menadžerskog ukopavanja.

Međutim, ono što je novo za istočnoeuropske zemlje jest to da su privatizacijski projekti od samog početka privatizacije, s obzirom na to da su menadžeri i zaposleni otkupili pretežni dio poduzeća, doveli do djelomičnog preklapanja uloga “principala” i “agenata”. Time je i klasičan odnos između principala i agenta modificiran: menadžeri su u dvostrukoj ulozi vlasnika i rukovoditelja, 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 tvrđave”, 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

mjesta, dovele su do apsolutne menadžerske vladavine u takvim dioničkim društvima.

Prema nositeljima stvarne moći, kontrole poduzeća i rukovođenja 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.

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

Moguće je zamisliti nekoliko linija razvoja što se tiče njihove budućnost (usp. shemu 3). Prva mogućnost. Procesom unutrašnje koncentracije dioničarskoga kapitala pred-

Shema 3.  
Tipologija vlasničkih i  
menadžerskih promjena

	Bez promjene menadžmenta	Promjena menadžmenta
Bez vlasničke promjene	<b>Dobrovoljno restrukturiranje</b> *doobar menadžment motiviran za poboljšanje učinka *unutrašnje upravljanje i pritisci, jasni i stabilni signali iz okoline *relativno spor proces (primjer: obrtnik, privatni poduzetnik)	<b>Menadžersko nasljeđivanje</b> *novi menadžeri zamjenjuju stare *nova uprava nema "unutrašnje znanje" o organizaciji i zamkama ranijeg načina poslovanja (primjer: državna/javna poduzeća)
S promjenom vlasništva	<i>Management buy-out</i> *uprava je sada motivirana za poboljšanje učinka *uklonjena je kontrola roditeljske tvrtke/države *važna je uloga financijskih institucija *uprava može postati troma i rigidna zbog "preživjelih" uvjerenja o načinima poslovanja i organizacije (primjer: privatizirana poduzeća s apsolutnom menadžerskom kontrolom)	<i>Management buy-in</i> *vanjska uprava, motivirana da poboljša učinak, zamjenjuje bivšu upravu *važna je uloga financijskih institucija *nova uprava nema dovoljno "unutarnjeg znanja" o organizaciji, poslovanju i okolini tvrtke (primjer: privatizirana poduzeća koja su preuzeta od drugog poduzeća)

Napomena: prilagođeno prema ideji K. Robbie, M. Wright, 1995.

sjednik 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 okolici poduzeća cijela se tvrtka podržavljuje. Sadašnjim vlasnicima nudi se “časni izlaz iz situacije”, a procesom “menadžerskog nasljeđivanja” nova uprava pokušava ovladati tvrtkom. Iako se ovaj scenarij čini pomalo nerealnim, još uvijek nije nemoguć. *Treća mogućnost*. Tvrtka može zapasti u financijske nevolje, što izaziva pad vrijednosti imovine i dionica (kotira li na burzi ili na neformalnim tržištima kapitala), ili se može naći na popisu za masovnu privatizaciju. U toj se situaciji uvijek može naći neki poduzetnik, domaći ili strani, te određeni institucionalni ulagači 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 ove linije evolucije i devolucije određenih vlasničkih struktura, odnosno tipova kontrole relevantne i za naše prilike? Vjerujem da jesu. No, one su vjerojatno i raznolikije no što to analiza ovoga tipa može skicirati. Tek (istraživačkim) praćenjem realnih procesa svakog od postprivatizacijskih vlasničkih oblika moći ćemo imati dublji uvid u činitelje njihova nastanka, razvoja i mogućeg nestajanja.

## BILJEŠKE

<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 financijskih poteza bila toliko diskreditirana da je od 1720. (South Sea Bubble Crash) bila proskribirana u zemljama engleskoga govornog područja. Početkom 19. stoljeća polako se ponovno pojavljuje, uza znatna ograničenja, u V. Britaniji i SAD-u, da bi polovicom istoga stoljeća već bila općeprihvaćen oblik prikupljanja kapitala za poslovne pothvate. Na početku 20. stoljeća korporacija je “komercijalni instrument strahovite djelotvornosti, kojeg se ljudi boje zbog njegove moći, mrže ga zbog ekscesa u upotrebi moći i koji je sumnjiv zbog političke manipulacije državnom vlašću, ali kojemu se ujedno dive zbog njegove sposobnosti da provede ono što je naumio” (J. Županov, 1995.; D. O’Neal, H. Thomas, 1996.). Analiza A. A. Berlea i G. C. Meansa iz tridesetih godina prvi put je istaknula vlasničko-upravljачke osobitosti velikih dioničkih društava. Naime, dugo se činilo da se korporacija u pravnom pogledu ne razlikuje od individualnog privatnog poduzeća. No, Berle i Means su konstatali da je u korporaciji



izvršeno razdvajanje – kontrola se potpuno odvojila od vlasništva. Kontrolu obavljaju profesionalni menadžeri, koji ne moraju 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 iščeznulo. 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 (J. Županov, 1995.).

- <sup>2</sup> Učinkovito korporacijsko upravljanje, prema stručnjacima Svjetske banke, jedna je od temeljnih ideja privatizacije. Naime, privatizacija mora stvoriti dovoljan broj vlasnika koji su motivirani za efikasno korištenje resursa. “No, promjene u vlasništvu neće promijeniti menadžersko ponašanje 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 neizbježne ide li se k dubljem restrukturiranju poduzeća. Za male je tvrtke korporacijsko upravljanje relativno 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: M. 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. Među tim je početnim ciljevima privatizacije, uz socijalnu pravednost pri redistribuciji državnog/društvenog bogatstva, visoko mjesto zauzimalo i učinkovito upravljanje novostvorenim privatnim poduzećima (usp. D. Čengić, 1995.; N. 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 dugoročnih 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 njemačkoga ili japanskoga modela “korporacijskog upravljanja”. Protivnici ove teze (primjerice, R. C. Breedan, predsjednik “US Securities and Exchange Commission”) smatrali su da nije moguće mehanički prenositi modele upravljanja korporacijama, nezavisno od modela privrede, tržišnih institucija, kolektivnih i individualnih vrijednosti. Po njima, pametnije je raditi na postupnoj reformi korporacija – produbljanjem “korporacijske odgovornosti i korporacijske demokracije” u okviru postojećeg “tržišno-utemeljenog sustava financiranja i kontrole korporacija” (*market oriented system of finance and control*) (usp.

primjerice: J. Pound, 1992.; W. J. Salmon, 1993.; J. Pound, 1995.; W. C. Koster, 1995.; K. Miller, 1995.; M. Aoki, H. 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 nagrađivanja ima brojne praktične ali i teorijske implikacije. Na teorijskoj razini čine mi se važnim pitanja koja su potaknuli A. Shleifer i D. 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 postsocijalističkih 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: A. Bruce, T. Buck, J. Coine, M. Wright, 1990.).

Na temelju istraživanja industrijskih korporacija s ljestvice "Fortune 500" iz 1988. godine R. Morck, A. Shleifer i R. 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 M. Jensena i K. Murphyja iz 1990. godine, A. Shleifer i D. Vasiliev zaključuju da je za američke korporacije optimalno, dakle poticajno, nagrađivanje menadžera u obliku 5% do 10% temeljnoga kapitala korporacije.

<sup>5</sup> Autori su svojim istraživanjem htjeli ispitati "kako zapravo funkcioniraju odbori direktora", karakteristični za američke i britanske korporacije. Obavili su preko 80 intervjua sa 80 glavnih izvršnih direktora iz 40 kompanija, koje djeluju u 23 industrijska područja. Njihovi ispitanici predstavljaju više od 200 prošlih i sadašnjih (1995. godine) mjesta u odborima direktora; tvrtkama kojima rukovode promet je bio između 10 milijuna USD i 17 milijardi USD; 14 tvrtki iz kojih su bili njihovi ispitanici nalazilo se na čuvenoj ljestvici "Fortune 500" između 1992. i 1995. godine (D. O'Neal, H. Thomas, 1996.).

<sup>6</sup> "Svijet pri vrhu velikih britanskih kompanija jest svijet cijenjene osobnosti, ugleda i utjecaja. Imajući na umu 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 kolegijalnošću. Osobna preporuka je nužna za mjesto ne-izvršnoga direktora (*non-executives*), koji mora imati širu perspektivu i uskladiti se s ostalim članovima odbora. Neizvršni 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 upravitelja 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" (S. Hill, 1995.; usp. i: A. Marchionna-Fare, 1995.; za njemačku situaciju usp.: P. Nunnenkamp, 1995.; problem "korporacijskih mreža" /*corporate networks*/ u Njemačkoj i njihovu moguću tipologiju osobito je razvio u novijim radovima J. Beyer, 1996.).

- <sup>7</sup> Za detaljniji uvid u probleme korporacijskog upravljanja u drugim europskim zemljama usp.: A. Gruenbichler, P. Oertmann, 1996. (švicarsko iskustvo); R. Tainio, K. Virtanen, 1996. (finsko iskustvo); H. Sabel, 1996. (njemačko iskustvo); C. Mayer, 1996. (sažeti nalazi novijeg istraživanja korporacijskog upravljanja u europskim i američkim prilikama); usp. i: C. Mayer, 2000.
- <sup>8</sup> Uobičajeno je, barem za većinu autora, da se kao suprotnost angloameričkom sustavu spominje njemačko-japanski sustav korporacijske kontrole. Međutim, kako to pokazuje noviji rad o japanskim odborima direktora (*torishimariyaku-kai*) M. Hirate (1996.), jedva da je moguće uspoređivati njemački i japanski sustav korporacijskog upravljanja. U japanskom slučaju, prema ovome autoru, riječ je osebujnom sustavu: nadzorni organi njemačkog tipa ne postoje, a izrazita moć predsjednika uprava (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 orijentiranom na banke smanjuje *principal-agent* probleme. 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 tiho unutrašnje sporazumijevanje menadžera, zaposlenih i banaka (kao kreditora, dioničara i čuvara dionica) na račun "vanjskih igrača" (*outsiders*), ponajprije malih dioničara (P. Nunnenkamp, 1995.; J. Beyer, 1996.; R. Frydman, C. W. Gray, A. Rapaczynski (eds.), Vol. 1, 1996.). *Prema tom pogledu, "unutrašnje sporazumijevanje" prije završava u maksimalizaciji rasta, a ne profita.*
- <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 posljednji 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 "upravlja-

ne” i “upravljive” korporacije (*managed vs. governed corporation*) (usp. J. Pound, 1992.; J. Pound, 1995.). Na njemački model nadzornog odbora utjecao je poslijeratni naglasak na koncept “socijalnoga 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 funkcioniranja modernih poduzeća i tržišnih zakonitosti. A. 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 financijskih sredstava. P. Dittus i S. Prowse (1996.) navode da su, primjerice, od 1970. do 1985. godine japanske tvrtke pozajmicama od financijskih institucija pokrivale više od 40% svojih ukupnih financijskih potreba. U SAD-u banke uglavnom nemaju vlasničke udjele niti su važan izvor sredstava velikim korporacijama. Naravno, to ne znači da se banke uopće ne javljaju 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 J. Franksa i C. Mayera iz 1992. godine (prema: P. Dittus, S. 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 drugačija od njemačkog (-japanskog) sustava, koji se oslanja na banke kao aktivne investitore. Glavna je uloga banke kao *Hausbanke*, između ostalog, da ima dovoljno informacija o kvalitetama uprave i zaposlenih. Zato je taj tip korporacijskog vodstva posebno prikladan za procjenu učinka uprave u industrijama sa standardnim operativnim postupcima i poznatim vještinama (proizvodnja, osobito temeljne industrije).

- <sup>13</sup> P. Dittus i S. Prowse su u svojoj studiji (1996.) došli do zanimljivih zaključaka i za našu temu i za hrvatsku situaciju. *Prvo, nove privatne banke u Srednjoj Europi i Rusiji ne žele imati poduzeća u vlasništvu 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 na to da se zapostavljaju primarni poslovi banaka. Zatim, oni žele izbjeći “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 pozajmljivakih 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 financijsko 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. *Drugo, 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 uloženi (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 Mađarskoj je taj oblik konsolidacije banaka još nepopularniji. Općenito govoreći, banke u postsocijalističkim zemljama nisu sklone “zamijeniti 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 građana. Drugo, one su svojim fondovima mogle za početne troškove poslovanja, marketing i oglašavanje pozajmiti izdašnija financijska sredstva. Treće, banke su u javnosti uživale ugled relativno 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 građana. Ona je u prvom valu privatizacije osnovala jedan od najvećih fondova (Sporitelni Privatizacni). 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 financijskih institucija. U slučaju Komerčni banke koncentracija vlasničkih udjela bila je veća: kod nje – izuzmemo li Fond nacionalne imovine – pet velikih financijskih institucija drži 44% dioničkog kapitala (J. C. 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 financijski 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 uza značajne popuste – jesu privatni fondovi, poput HC & C. No, na taj bi se način privatni fondovi pretvorili u jake kontrolne rivale bankama. Je li to prihvatljivo još uvijek jakim državnim bankama i političkoj strukturi? 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" direktno na njihove dioničare. Mogući rezultat mogao bi biti da sada investicijska društva dođu pod kontrolu banaka. No, banke bi se barem oslobodile svoje – institucionalno neprirodne – veze i kontrole.

---

# *II.*

KORPORACIJSKO  
UPRAVLJANJE U  
HRVATSKOJ:  
PROBLEM MODELA I  
TEMELJNI CILJEVI  
PROJEKTA







## SVRHA I CILJEVI PROJEKTA

---

Ako su zapadni modeli korporacijskog upravljanja u tako velikim mijenama da neki autori danas već postavljaju pitanje može li se uopće i govoriti o posve jasno izdiferenciranim i suprotstavljenim modelima korporacijskog upravljanja i ako velike zemlje teže novim standardima korporacijske kontrole te ako smo svjesni važnog zaključka iz brojnih analiza privatizacije u postsocijalističkim zemljama – da *privatizacija sama po sebi ne rješava problem korporacijskog upravljanja i menadžerske motivacije* – što onda uopće reći o hrvatskoj situaciji?<sup>1</sup>

U pogledu naše situacije, kad su upitni i ekonomski i socijalni rezultati cijelog jednog privatizacijskog desetljeća, jedno je od temeljnih pitanja s kojim se suočavamo zapravo sljedeće: *što je to hrvatski model korporacijskog upravljanja i koje ga ključne odrednice (činitelji) oblikuju u ovom, sada već postprivatizacijskom razdoblju u Hrvatskoj?* Postavljajući ovo pitanje namjerno bježimo od rasprave o tome što su zapravo korporacije u svijetu i ima li smisla uopće govoriti o hrvatskim korporacijama na tragu svjetskih iskustava. Naime, usmjeravajući se na bitne probleme korporacijskog upravljanja, pretpostavit ćemo da su naša velika dionička društva određeni sinonim za korporacije i da se upravo problem efikasnog upravljanja u takvim društvima najuže veže uz pitanja korporacijskog upravljanja “ovdje i sada”.<sup>2</sup>

Kako do sada nemamo iole ozbiljnijih empirijskih, socioloških i ekonomskih, istraživanja o ovoj temi, *svrha je ovoga projekta od samoga početka bila da po prvi put pruži jednu sustavnu, znanstvenu i empirijski utemeljenu analizu temeljnih aspekata korporacijskog upravljanja u Hrvatskoj, s posebnim naglaskom na (d)evoluciju vlasničkih struktura i menadžersku kontrolu u privatiziranim hrvatskim poduzećima.*

Izvedbeno, projekt je zamišljen i izveden kao kombinacija preliminarnog (pilot-) istraživanja, temeljnog empirijskog istraživanja i ciljno orijentiranih okruglih stolova/radionica.<sup>3</sup> Tako je rađen od samoga početka (1988. godina) pa do njegova kraja – u 2000. godini.

Sukladno temeljnoj svrsi projekta njegovi *konkretni ciljevi* bili su sljedeći:

a) identificirati nove vlasničke strukture i njihovu moguću evoluciju u analiziranim dioničkim društvima nakon privatizacije (s posebnim naglaskom na ponašanje rukovodećih menadžera i članova nadzornih odbora),

b) identificirati moguće odnose između nove vlasničke strukture, ekonomske uspješnosti poduzeća i vlasničke kontrole,

c) identificirati moguće strategije ključnih dioničara (menadžera, zaposlenih, države, institucionalnih ulagača) s obzirom na vlasničke udjele u poduzećima, praksu korporacijske kontrole te ekonomski i socijalni učinak poduzeća,

d) dati naznaku mogućeg razvoja sustava korporacijskog upravljanja u hrvatskim dioničkim društvima (korporacijama) u neposrednoj budućnosti, a posebno temeljnih dimenzija menadžerske kontrole.

## POLAZNE HIPOTEZE I NEKI REZULTATI PRELIMINARNOG ISTRAŽIVANJA

---

Pokušavajući uopće odgonetnuti temeljne dimenzije i probleme hrvatskoga korporacijskog modela, odnosno problema korporacijske kontrole u našim dioničkim društvima, pošli smo od tri preliminarne hipoteze.

*Prva preliminarna hipoteza* glasila je: iako je model korporacijskog upravljanja u Hrvatskoj pravno gledano (u svojim temeljnim postavkama) definiran sukladno njemačkome modelu korporacijskog upravljanja, kao sustav temeljen na dvije dominantne strukture (na upravi i nadzornom odboru), on je u stvarnosti posve različit od zamišljenog modela upravljanja dioničkim društvima, kako zbog izostale vlasničke kontrole nekih od dominantnih vlasnika (države prije svega) tako i zbog različitih pojava “menadžerskog ukopavanja” i “menadžerske kontrole” u domaćim dioničkim društvima.

*Druga preliminarna hipoteza* glasila je: u dioničkim društvima nastalim kroz privatizaciju ključna odrednica korporacijske kontrole nije vlasnička struktura, već menadžerski “*know-how*” u pogledu rukovođenja tvrtkama, osobito tamo gdje dominantni vlasnik (često je to baš država!) nije djelovao sukladno pretpostavljenoj vlasničkoj ulozi.

*Treća preliminarna hipoteza* glasila je: vanjski ulagači/investitori, kao što su banke, inozemne korporacije, osiguravajuća društva i druge financijske institucije, do sada nemaju značajniju ulogu u korporacijskoj kontroli privatiziranih poduzeća.

Nakon provedenog preliminarnog (pilot-) istraživanja, u prvoj polovici 1999. godine, donekle smo modificirali naše početne hipoteze i došli do nekih novih pitanja. Naime, naša prethodna empirijska istraživačka iskustva, kao i intervjui vođeni sa znalcima iz ovoga područja upozorili su nas da se u Hrvatskoj za sada izrazitima pokazuju dva tipa korporacijske kontrole: a) apsolutna kontrola pojedinačnih/nekoliko većinskih vlasnika, b) menadžerska kontrola (često osnažena i suvlasničkim statusom u dioničkim društvima) profesionalnih upravljačkih grupa. Iz razumljivih razloga, s obzirom na proces privatizacije i zakašnjeni proces kuponske privatizacije, korporacijska kontrola institucionalnih investitora u Hrvatskoj u 1999. godini gotovo da još i nije postojala u punom smislu te riječi!

Prema mišljenju dijela naših sugovornika u hrvatskim prilikama nema krize menadžera u domaćim dioničkim društvima, već je riječ prije o krizi nadzora i nadzornika. Prema jednome od njih "...bit je u tome da se iskoordinira dogovor, postavi plan i prati njegova realizacija" (mišljenje jednog od službenika HFP-a, proljeće 1999.). Prema mišljenju drugih, i to uglavnom menadžera, problem je širi i proizlazi iz hrvatskog modela privatizacije, nedefiniranih vlasničkih struktura u dioničkim društvima i iz sprege političkih činitelja s novim vlasnicima poduzeća, te se ne može riješiti tek pukim usavršavanjem "unutrašnjih kontrolnih mehanizama korporacijske kontrole".

Za njihov je pogled na problem možda tipično sljedeće mišljenje: "Jedan od temeljnih problema u našem gospodarstvu je nastanak okolnosti u kojima su vlasništvo nad tvrtkama stekli ljudi koji niti po formalnom obrazovanju niti po prethodnom iskustvu ne dolaze iz krugova menadžera, tj. poslovnih ljudi. Oni dakle upravljaju, tj. "gazduju" u tvrtkama bez spoznaja bilo kakvih ekonometrijskih vrijednosti, bez poznavanja tržišnih mehanizama (izvan onih na razini domaćice). Nepoznavanje struke onda dovodi do situacija kojima svjedočimo svakodnevno".

Dobar dio od 30-ak sugovornika složio se da situaciju u našim dioničkim društvima u pogledu korporacijskog upravljanja obilježava nekoliko bitnih procesa. Prvo, potpuna nezainteresiranost članova NO-a za poslovne prohibitivne tvrtke tako dugo dok se naknada članovima NO-a isplaćuje na vrijeme: "To je dosta logičan stav jer po svojoj prilici 90% članova NO-a nema pojma niti o tome čime se tvrtka u čijem NO-u sjede, bavi"! Možda je taj opis donekle pretjeran, ali on je svakako dosta vjerno opisivao stanje u jednom dijelu dioničkih društava prošle godine. Drugo, kriteriji za biranje članova NO-a često su posve odvojeni

od poslovnih potreba tvrtke i u najvećem broju slučajeva radi se o ljudima koji s tvrtkom nemaju mnogo veze. Ovdje je posebna priča na koji način država i njezine institucije kao vlasnici upravljaju poduzećima iz svoga portfelja (posebno se ta primjedba odnosi na djelovanje HFP-a i državnih mirovinskih fondova). Treće, što se tiče skupštine dioničara, ona jednom godišnje mjeri rezultate rada uprava, ali je veliko pitanje može li, i na temelju kojih podataka, objektivno sagledati situaciju u prethodnom razdoblju.<sup>4</sup>

*Naše je preliminarno istraživanje pokazalo da Hrvatskoj stoje na raspolaganju barem tri načina kontrole učinka menadžera: a) unutrašnje-vlasnička, kroz djelotvorni nadzorni odbor i izgrađene mehanizme “unutrašnje kontrole”; b) preko tržišta vrijednosnih papira, tj. preko burze; to istodobno implicira poduzimanje ozbiljne rasprave – pogotovo u svjetlu globalizacije poslovanja vrijednosnim papirima u svijetu – o naravi i tržišnoj sudbini domaćega tržišta kapitala (Zagrebačke burze, neformalnih tržišta te drugih financijskih institucija); c) kroz zakonsku regulativu – koja bi što brže i što potpunije trebala osigurati razvidnost (transparentnost) formiranja novih vlasničkih struktura u dioničkim društvima, učiniti razvidnijim proces preuzimanja tvrtki te hitno i brzo potaknuti proces javnog objavljivanja poslovnih podataka za niz naših dioničkih društava.*

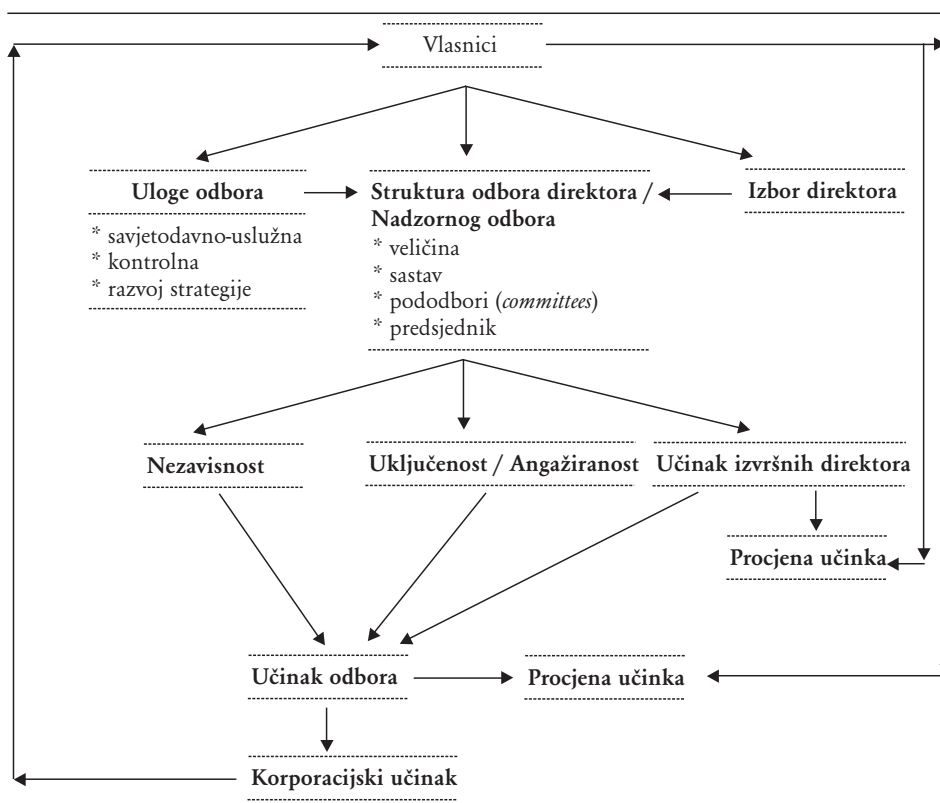
Kad je riječ o unutrašnje-vlasničkoj kontroli poduzeća, možemo reći da se bilo koji oblik unutrašnje korporacijske kontrole susreće s nekoliko važnih pitanja kad se radi o uspostavljanju ekonomski učinkovitih odnosa između vlasnika i nadzornih struktura (shema 1).

*Prvo, postavlja se pitanje što zapravo želi vlasnik od svoga poduzeća: želi li ga razviti kao stvarnog ekonomskog subjekta u tržišnoj okolini ili ga svodi na “privatno oruđe”, koje se eventualno koristi kao izvor špekulantske dobiti, izvor lako unovčivih nekretnina uz istodobno otpuštanje radne snage? Riječju, ne vodi se računa o egzistenciji tvrtke kao takve, već se jedino brine za ostvarenje posve privatnih/osobnih ciljeva, a na štetu poduzeća i zaposlenih kao ekonomskih aktera *sui generis* snage (slučaj s brojnim privatiziranim poduzećima u Hrvatskoj).*

*Drugo, postavlja se pitanje kakva je uloga nadzornih odbora kao predstavnika vlasnika: jesu li odbori tek puka dekoracija, kojom se zadovoljava legalna institucija određenog društva kapitala i alibi za već donesene odluke vlasnika (kao u doba radničkih savjeta) ili se kroz njih razvija određena savjetodavno-uslužna, kontrolna i strateška pomoć upravama društava (usp. shemu 1)?*

Shema I

Nadzorne i rukovodeće strukture kao elementi unutrašnje korporacijske kontrole



Treće, s tim je u vezi i problem veličine i sastava naših nadzornih odbora te obrazovno-stručnog profila njihovih predsjednika: jesu li ti nadzorni odbori (NO) svojom veličinom, svojom obrazovnom i profesionalnom strukturom dorasli zadaćama koje od njih očekuju vlasnici, menadžeri, zaposleni, opstanak poduzeća?

Četvrto, na koji način nadzorne strukture kontroliraju izbor rukovodećih menadžerskih osoba i u kojoj se mjeri pri tome vode temeljnim profesionalnim načelima? Peto, možda je jedno od najvažnijih pitanja kako osigurati nezavisnost i angažiranost članova nadzornih odbora (NO) kod procjene ključnih poslovnih odluka i događaja? Šesto, postavlja se i pitanje kako će se mjeriti poslovni učinak menadžera, a kako samih članova nadzornih odbora?

Prema mišljenju jednoga od naših sugovornika (menadžera), kad je riječ o unutrašnjim mehanizmima kontrole rada menadžera, vlasnici imaju nekoliko temeljnih mogućnosti. S jedne strane, uprave je moguće nadzirati ("vlasnici ne usmjeravaju nego kontroliraju"!)

programa rada na osnovi kojega su izabrane. Na tome tragu, primjerice, spominju se ova mjerila procjene menadžerskog učinka: a) povećanje udjela na tržištu, b) povećanje fizičkog opsega proizvodnje/prometa, c) racionalizacija proizvodnog procesa, d) psiho-socijalna stabilnost zaposlenih, e) povećanje profita ili – u određenim okolnostima – dovođenje tvrtke na “pozitivnu nulu”. S druge strane, moguće je djelovati samo na materijalnu stimulaciju menadžera, uz primjerene sankcije za moguće neuspjeh. Time se opet vraćamo na problem definiranja mjerila uspjeha, odnosno neuspjeha u našim prilikama. Problem “menadžerskih kompenzacija” kompleksniji je nego što mislimo, jer više je naših sugovornika istaknulo kako naša dionička društva prečesto koriste klasične oblike financijske kompenzacije (čitaj: gotovinu), a vrlo rijetko (slučaj Plive, Varteksa i nekoliko drugih društava!) menadžerske ugovore koji uključuju i stavljanje osobne imovine “na bu-banj” ili pak opsijske dionice i slično!<sup>5</sup>

Ako je – sudeći po velikom broju u privatizaciji preuzetih i uništenih poduzeća – hrvatski model korporacijskog upravljanja toliko manjkav, u kojem bi smjeru valjalo izvesti njegovu reformu? Načelno, prema našim intervjuima iz 1999. godine, zamislivo je nekoliko pravaca razvoja u praksi korporacijske kontrole u Hrvatskoj.

*Prvo*, da bi se unaprijedili mehanizmi unutrašnje kontrole rada menadžera, moglo bi se raditi na široj naobrazbi nekoliko ključnih ekonomskih aktera u procesu korporacijske kontrole; dakle, naobrazbi vlasnika (o tome što je nadzor i uloga vlasnika), naobrazbi menadžera (da su nadzornici pomoć!) i naobrazbi šireg kruga ljudi koje bi se posebno “treniralo” za ulogu nadzornika u NO-u (posebno pitanje je ovdje jesu li u NO-u važniji po svojem znanju i obrazovanju “globalisti” od “specijalista”?).

*Drugo*, trebalo bi poduzeti sve kako bi se ubrzao dolazak inozemnih investitora u Hrvatsku, odnosno u konkretna trgovačka društva, koji bi – pretpostavlja se – sa sobom donijeli ne samo kapital već i novu kulturu korporacijske kontrole.

*Treće*, valjalo bi relativizirati “vlasnički koncept korporacije”, tj. dioničkih društava i umjesto toga zalagati se za pristup dioničkim društvima sa stajališta “zainteresiranih (su)dionika” (koncept “*stakeholder capitalism*”, P. Ireland, 1996.). To bi omogućilo da i zaposleni radnici te drugi nositelji interesa u korporacijama i oko njih dobiju svoje mjesto u nadzornim strukturama korporacije.

*Četvrto*, umjesto neefikasnih, nestručnih i neprofesionalnih nadzornih odbora, vlasnici bi unutrašnju kontrolu menadžera prije mogli postići kroz redovite i nezavisne re-

vizorske uvide u poslovanje tvrtki! Time bi se klasična uloga nadzornih odbora relativizirala, a možda i posve ukinula. Jasno, ovdje se postavlja i još jedno pitanje. Zakonska rješenja su u nas, na tragu njemačkoga zakonodavstva, uspostavila poseban odnos između skupštine dioničara (vlasnika), nadzornih odbora i menadžera. Međutim, ako je stvarna upravljačka i informacijska moć toliko na strani menadžera, ne bi li onda bilo efikasnije u hrvatski model uvesti elemente anglosaskog sustava i time na neki način postojeću moć menadžera legitimirati? Prema toj ideji nadzorni odbori bi se formirali iz redova “unutrašnjih direktora” i vanjskih članova (predstavnici vlasnika, zaposlenih, šire zajednice itd.), uz istodobno dodatno jačanje drugih kontrolnih mehanizama – kroz menadžerske ugovore.

*Peto*, moramo se pomiriti s činjenicom da su unutrašnji mehanizmi vlasničke kontrole neučinkoviti, ali i neizbježni. Može ih se tek donekle, ali ne i radikalno, popravljati. Jedini izlaz iz takve situacije bilo bi sljedeće rješenje: da država zakonom ili na druge načine stimulira razvoj domaće burze i da se što više poduzeća pojavljuje kao “javne korporacije” na burzi. Istodobno, trebalo bi dodatno učiniti transparentnim pravila za preuzimanja poduzeća. To bi, prema ovoj ideji, dovelo do većeg pritiska na menadžere, spriječilo različite “domaće oblike menadžerskog ukopavanja”, a ujedno bi dodatno dovelo i do razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj. Ovoj su ideji, prema mišljenju intervjuiranih stručnjaka, osobito skloni predstavnici domaćih tržišta kapitala i domaći institucionalni investitori (PIF-ovi).

Od naših smo ispitanika osobito htjeli dobiti odgovore koji se tiču konkretnih ciljeva projekta. Dakle, htjeli smo vidjeti – sukladno njihovim odgovorima: a) sadašnju vlasničku strukturu poduzeća kojima rukovode, odnosno čije menadžere nadziru, i moguću (d)evoluciju te vlasničke strukture u bližoj budućnosti, b) postojeće odnose između vlasničke strukture, ekonomske uspješnosti poduzeća i tipa vlasničke kontrole u tim poduzećima, c) moguće strategije dominantnih dioničara u tim poduzećima (menadžera, zaposlenih, države, inozemnih ulagača i banaka), d) naznačiti odnos naših ispitanika prema drugačijim modelima korporacijske kontrole i moguće pravce budućeg razvoja sustava korporacijskog upravljanja u hrvatskim dioničkim društvima, a u tom kontekstu i menadžerske kontrole.

Kako na ova pitanja odgovaraju menadžeri i članovi nadzornih odbora, intervjuirani i anketirani u drugoj polovici 1999. godine i u prvoj četvrtini 2000. godine? O tome govore podatci koji slijede.

## NEKI PODATCI O UZORKU I KORIŠTENIM UPITNICIMA

---

Ne mogavši jednim istraživanjem empirijski obuhvatiti svu raznolikost dioničkih društava u nas (od velikih, poput Plive i Podravke, do malih), probleme korporacijskog upravljanja u okviru temeljnoga empirijskog istraživanja odlučili smo pratiti na jednom specifičnom uzorku poduzeća: na poduzećima iz portfelja HFP-a iz 1998. godine. Na taj način mogli bismo donekle zahvatiti temeljne probleme i evoluciju korporacijskog upravljanja od samog početka procesa privatizacije. Uzorak ispitanika/poduzeća načinjen je u travnju/svibnju 1999. godine, polazeći od ideje da u realiziranom uzorku imamo 100 anketiranih predsjednika uprava/poduzeća, odnosno barem 200 članova NO-a tih istih poduzeća/dioničkih društava. Izvor podataka o dioničkim društvima (za okvir uzorka) bio nam je časopis "Privatizacija. Special Issue 1998.", koji je izdao Hrvatski fond za privatizaciju, Zagreb, i koji je sadržavao popis gotovo 1800 poduzeća u kojima je HFP tada imao određene (su)vlasničke udjele.

Koraci u definiranju uzorka poduzeća bili su sljedeći. Iz spomenutog okvira uzorka prvo smo odabrali poduzeća sa 150 i više zaposlenih – te na taj način došli do ukupno 180 poduzeća. Nakon toga smo – suočivši se s činjenicom da su neka od poduzeća iz uzorka već bila u stečaju, blokirana ili jednostavno zatvorena za bilo kakav kontakt s istraživačima – izdvojili 126 poduzeća i grupirali ih po regijama. Raspodjela poduzeća iz uzorka jest sljedeća: Zagreb i okolica – 50 dioničkih društava/poduzeća; Sjeverna Hrvatska: 11 poduzeća; Slavonija: 15 poduzeća; Lika, Kordun i Banovina: 10 poduzeća; Istra, Primorje i Gorski kotar: 20 poduzeća te Dalmacija: 20 poduzeća.

Podatci su u početku (krajem lipnja i početkom srpnja 1999. godine) trebali biti prikupljeni putem intervjua, ali smo od te ideje ubrzo odustali – zbog brojnih odbijanja da se prime anketari i problema s dobivanjem podataka o članovima nadzornih odbora. Rješenje nam je u novonastaloj situaciji bila jedino poštanska anketa, uz nadu da sâm proces slanja i povrata anketa neće biti isuviše dugotrajan. Ipak, proces prikupljanja bio je relativno duži od očekivanog: od rujna 1999. do siječnja 2000. godine. Na kraju smo dobili posve ispunjene upitnike od 70 menadžera i 135 članova nadzornih odbora (NO). Podatke smo prikupljali uz pomoć dva anketna upitnika – upitnika za menadžere i upitnika za članove nadzornih odbora. U oba upitnika gotovo sva pitanja bila su tzv. pitanja zatvorenog tipa, jer nam je cilj bio da dobivene podatke što prije računalno obradimo. Obrada podataka vršena je uz



pomoć programa SPSS for Social Sciences (verzija 8.0 tvrtke Microsoft).

*Upitnik za menadžere.* Ovaj je upitnik sadržavao sljedeće blokove pitanja: pitanja o sociodemografskim, socioprofesionalnim i obrazovnim obilježjima ispitanika-menadžera; pitanja o obilježjima poduzeća kojima rukovode i o rezultatima poslovanja u posljednje tri godine te u 1998. godini; pitanja o sadašnjoj i poželjnoj vlasničkoj strukturi poduzeća (uključujući većinske i manjinske vlasnike te menadžersko (su)vlasništvo u vlasničkoj strukturi poduzeća); blok pitanja o ključnim činiteljima poslovanja u posljednje tri godine; blok pitanja o ključnim činiteljima poslovnog ponašanja menadžera; blok pitanja o oblicima modernizacije poduzeća; pitanja o načinu djelovanja NO-a, njegovim temeljnim obilježjima i postojećoj vlasničkoj kontroli; pitanja o politici povećanja dobiti u sadašnjim uvjetima poslovanja; blok pitanja o ključnim dimenzijama modernog rukovođenja poduzećem te pitanja o alternativnim modelima korporacijskog upravljanja.

*Upitnik za članove nadzornih odbora.* Ovaj je upitnik sadržavao sljedeće blokove pitanja: pitanja o sociodemografskim, socioprofesionalnim i obrazovnim obilježjima ispitanika-menadžera; pitanja o obilježjima poduzeća zaposlenja; pitanja o temeljnim obilježjima i poslovnom uspjehu poduzeća u kojem su članovi NO-a; pitanja o većinskom/manjinskom vlasniku poduzeća gdje nadziru menadžere i o mogućoj promjeni vlasničke strukture; blok pitanja o ključnim činiteljima poslovne uspješnosti u posljednje tri godine; blok pitanja o činiteljima poslovnog ponašanja menadžera i oblicima modernizacije poduzeća; pitanja o društvenim izvorištima/područjima iz kojih se "biraju" članovi NO-a; pitanja o načinu rada NO-a, tipu vlasničke kontrole i načinima vlasničke kontrole menadžerskog ponašanja; pitanja o poželjnim mjerama radnog učinka članova NO-a; blok pitanja o ključnim dimenzijama modernog rukovođenja u hrvatskim poduzećima; pitanja o alternativnim modelima korporacijskog upravljanja i o ključnim činiteljima daljnjeg razvoja vlasničke kontrole menadžera u hrvatskim dioničkim društvima.

<sup>1</sup> Prema najnovijim analizama britanskih i nizozemskoga odbora za korporacijsko upravljanje, "važnost je korporacijskog upravljanja u njegovu doprinosu i poslovnom prosperitetu i odgovornosti" ("The importance of corporate governance lies in its contribution both to business prosperity and to accountability", *Committee on Corporate Governance: Final report – January 1998*; Gee Publishing, London, 1998.; dalje: CCG). Prema istim autorima "dobro je korporacijsko upravljanje

## BILJEŠKE

ono koje uzima u obzir sve nositelje interesa u korporacijama (*stakeholders*) u punoj mjeri.” Po njima “poslovna se uspješnost ne može zapovjediti. Ljudi, timovi, vodstvo, poduzetnost, iskustvo i vještine – oni uistinu proizvode uspješnost. Ne postoji jedinstvena formula za povezivanje svih tih elemenata, i opasno je razvijati uvjerenje da određena pravila i uredbe o strukturama jamče uspjeh. No, nasuprot tome, odgovornost zahtijeva primjerena pravila i regulaciju, a među njima je otkrivenost (*disclosure*) o vlasničkoj strukturi jedan od najvažnijih elemenata”.

Britanski izvještaj ponovno naglašava da je “prihvatljiva (...) definicija Cadburyjeva odbora prema kojoj je korporacijsko upravljanje sustav preko kojega su kompanije usmjeravane i kontrolirane” (CCG, 1998.). Podsjetimo da je u Cadburyjevom izvještaju još početkom devedesetih naglašena važnost ove teme za cijelu zemlju. “Gospodarstvo neke zemlje ovisi o vitalnosti i efikasnosti njezinih poduzeća. Zato djelotvornost kojom odbori poduzeća obavljaju svoje dužnosti određuje natjecateljski položaj Britanije. Oni moraju biti slobodni kako bi poduzeća vodili naprijed, ali tu slobodu moraju primjenjivati u okviru učinkovite odgovornosti. To je bit bilo kojeg sustava dobrog korporacijskog upravljanja” (Sir Adrian Cadbury, Cadbury Report, 1992).

Prema nizozemskim autorima “korporacijsko upravljanje znači rukovođenje i moć, dužnosti i utjecaj, odgovornost i nadzor. U tom smislu ovdje poštenje (*integrity*) i razvidnost (*transparency*) imaju veliku važnost. Korporacijsko upravljanje tiče se mnogih dijelova društva, kako privatnoga tako i javnoga sektora gospodarstva” (Corporate Governance Committee, Corporate Governance in the Netherlands, Amsterdam, 1996.). Dakle, ovdje se preporučeni standardi dobre korporacijske prakse preporučuju iza tzv. privatne korporacije, koje ne kotiraju na uređenim burzama.

<sup>2</sup> Prema jednoj definiciji korporacije su poduzeća/trgovačka društva koja kotiraju na svjetskim burzama. Prema toj definiciji Hrvatska ima svega dvije prave korporacije: Zagrebačku banku i Plivu. Prema “mekšoj” definiciji, korporacije su u Hrvatskoj njezina dionička društva, mahom nastala kao društva kapitala kroz pretvorbu (proces komercijalizacije bivših društvenih/državnih poduzeća) i privatizaciju. Prema jednoj kompleksnijoj definiciji, korporacije su ona dionička društva koja udovoljavaju barem nekolicini od sljedećih kriterija: da su prema pravnom obliku dionička društva, da posluju u najmanje dvije ili više djelatnosti, da u unutrašnjoj strukturi imaju tri ili više samostalnih cjelina (profitnih centara), da imaju velik broj radnika (u nas barem 250), da imaju barem 12 rukovoditelja, da ostvaruju promet veći od 50.000.000 DEM, da im dionice kotiraju na burzi – OTC, da u portfelju imaju dionice drugoga poduzeća (5% ili više), da izvoze minimalno 10% proizvodnje/usluga (H.Tadin, Hita-Consulting, Zagreb, 1998., predavanje).

<sup>3</sup> Preliminarno (pilot-) istraživanje obavljeno je u proljeće 1999. godine. Temeljem polustrukturiranog upitnika obavljeno je preko 20 intervjua, uglavnom u zagrebačkoj regiji: a) s nekoliko top-menadžera odabranih dioničkih društava (primjerice, iz Ventilatora, Zagreb; iz Elektrokontakta, Zagreb; iz Đure Đa-

kovića, Slavonski Brod itd.); b) s top-menadžerima iz sedam privatizacijskih investicijskih fondova, nastalih kroz hrvatski projekt masovne privatizacije; ovi su intervjui vođeni neposredno nakon velikog empirijskog istraživanja ponašanja aktera masovne privatizacije u Hrvatskoj, koji je rađen u Institutu Ivo Pilar, Zagreb, u 1998. godini; c) s profesionalcima različitoga profila, koji imaju parcijalna iskustva relevantna za probleme korporacijskog istraživanja u Hrvatskoj (kao što su profesori prava i tvorci Zakona o trgovačkim društvima, stručnjaci sa zagrebačke burze, iz inozemnih financijskih institucija (EBRD), službenici Hrvatskog fonda za privatizaciju, članovi profesionalnih/znanstvenih udruga, predstavnici poslodavaca itd.). Temeljem preliminarnog istraživanja napravljen je pregledni rad, čije su osnovne teze izložene na okruglom stolu, koji je organiziran u suradnji s Hrvatskom udrugom poslodavaca u Zagrebu, 29. lipnja 1999. godine (hotel Esplanade) pod naslovom "Korporacijsko upravljanje u Hrvatskoj". Na ovom okruglom stolu sudjelovalo je oko 30 stručnjaka, menadžera i poslodavaca različitih profila (usp. D. Čengić, 1999.).

- <sup>4</sup> Kako ističe jedan naš sugovornik, "ako su rezultati pozitivni, sve je O.K. Ako rezultati nisu pozitivni, onda su svi zbunjeni, pa ako se ne radi o dramatičnim zbivanjima, ne događa se baš ništa. Ne mogu ocijeniti čak niti to je li uprava 'kriva' ili nije za loše rezultate s obzirom na to da opća gospodarska situacija može amnestirati sve krive poteze uprava. Kako onda donijeti odluku o tome treba li upravu 'potjerati' ili ne?!"
- <sup>5</sup> Kad je riječ o drugim mehanizmima korporacijske kontrole, važno je istaknuti još dva dojma. Prema mišljenju naših sugovornika (iz proljeća 1999. godine), *inozemni ulagači imaju jako važan i pozitivan utjecaj i na razvoj prakse unutrašnje kontrole* i to je još jedan razlog zašto bi se valjalo otvoriti inozemnim ulaganjima u zemlji. S druge strane, *ostaje pitanje je li sadašnji zakonodavni okvir (Zakon o trgovačkim društvima – ZTD, primjerice) dovoljno širok za efikasniji rad i nadzornih odbora i menadžera u našim trgovačkim društvima?* Jedan dio naših sugovornika ističe da je sadašnji zakonodavni okvir "uspostavio suptilan odnos trovlašća u trgovačkim društvima, a to nije odnos subordinacije već prije ravnopravnih partnera." Iz toga bi slijedilo da ZTD ne bi trebalo posebno mijenjati. Ipak, jedan dio intervjuiranih misli da je upravo takvo "trovlašće", a zbog već spomenutih dimenzija informacijske asimetrije, dovelo do podređene uloge nadzornih odbora u odnosu na uprave dioničkih društava.
- Prema odgovorima 70 menadžera iz ovoga istraživanja njih 78,6% ima uglavnom stalna primanja za svoj posao, a 20% prema ugovorima ima različit odnos između stalnih (fiksni) i varijabilnih primanja. Istodobno, 35,7% menadžera iz našeg uzorka izjavilo je da prema menadžerskom ugovoru s nadzornim odborom imaju i određena prava na sudjelovanje u dobiti poduzeća. 55,7% ne sudjeluju u dobiti, a 8,6% izjavilo je da je to "uređeno nekako drugačije".



---

# *III.*

PONAŠANJE  
GLAVNIH AKTERA  
KORPORACIJSKE  
KONTROLE  
– ANALIZA  
EMPIRIJSKIH  
PODATAKA





## TKO SU NAŠI ISPITANICI?

---

Ne iznenađuje nalaz da našim uzorcima menadžera i članova NO dominiraju muškarci. Naime, gotovo sva sociološka istraživanja u Hrvatskoj i u ovom su desetljeću potvrdila da je rukovođenje poduzećima “muški” posao (usp. D. Čengić, 1999.; B. Krištofić, 1999.). Među našim ispitanicima, iako je riječ o relativno malim uzorcima, također dominiraju muškarci: tako među menadžerima nalazimo 94,3% muškaraca, odnosno 5,7% žena, a među članovima nadzornih odbora (NO) također dominiraju muškarci, iako je ovdje nešto više žena: čak 14,1%. Kad je riječ o dobi, među našim ispitanicima dominiraju osobe starije od 40 godina; među menadžerima relativno je najzastupljenija dobna skupina od 40 do 49 godina, a među članovima NO-a relativno su najbrojnije osobe starije od 50 godina. Riječ je, dakle, o osobama s bogatim radnim i rukovoditeljskim iskustvom!

Što se tiče stručnog i obrazovnog profila, i među menadžerima i među članovima NO-a nalazimo najviše ekonomista i osoba s nekim oblikom tehničkog obrazovanja (51,4% odnosno 46,7%; 37,1%, odnosno 33,3%) (tablica 1).

	<i>Menadžeri</i>	<i>Članovi NO-a</i>
1. ekonomska	51,4	46,7
2. pravna	8,6	14,8
3. tehnička	37,1	33,3
4. informatička	1,4	1,5
5. prirodna	11,4	8,1
6. društvena ili humanistička	0,0	4,4

Tablica 1.

Raspodjela anketiranih menadžera i članova NO-a prema (obrazovnoj) struci (%)

Već se iz spomenutog naslućuje da su naši ispitanici gotovo odreda visokoobrazovane osobe. Čak 98,6% menadžera iz našeg uzorka ima fakultetsko i/ili više obrazovanje od fakultetskoga, dok među članovima NO-a nalazimo 71,9% osoba s visokim obrazovanjem. Sudimo li pre-

ma podacima o njihovu mjestu rođenja, odnosno življenja, riječ je o ljudima koji su, uz obrazovanje i stečeni funkcionalni položaj, doživjeli i značajne migracijske promjene s obzirom na mjesto rođenja, odnosno stanovanja. Naime, u našem su uzorku relativno najzastupljenije osobe rođene na selu (48,6% menadžera, 47,4% članova NO-a).

Pogledamo li njihova sadašnja mjesta prebivanja, primjećujemo jedan važan detalj: golema većina menadžera živi danas u većim gradovima i/ili makroregionalnim urbanim središtima kao što su Osijek, Rijeka, Split; u tim ih sredinama nalazimo 77,1%, ali nijednog u Zagrebu. S druge strane, *“nadzornici” su ravnomjernije raspoređeni: relativna većina nalazi se u Zagrebu (41,5%), a trećina ih živi u nekom većem gradu i/ili u nekom od već spomenutih makroregionalnih centara. I iz ovih se podataka vidi da su u našem istraživanju uglavnom surađivali oni menadžeri koji žive izvan Zagreba, a gotovo nitko iz Zagreba i uže zagrebačke regije!* Prema tome, menadžeri i članovi nadzornih odbora iz zagrebačkih poduzeća nepovjerljiviji su prema istraživanjima ovog tipa (odnosno davanju bilo kakvih podataka o djelovanju nadzornih odbora) nego menadžeri i “nadzornici” iz “provincije”.

Prema svom funkcionalnom položaju naši ispitanici obavljaju izrazito rukovodeće funkcije u svojim radnim sredinama: među menadžerima nalazimo 95,7% predsjednika uprava/direktora, a među članovima NO-a nalazimo 71,1% direktora odnosno direktora sektora (tablica 2).

Tablica 2.  
Službeni nazivi funkcija  
koje obnašaju u  
poduzećima/institucijama (%)

	Menadžeri	Članovi NO-a
1. predsjednik uprave/direktor	95,7	23,7
2. direktor sektora/odjela	4,3	47,4
3. stručnjaci/nositelji profesija	0,0	16,3
4. ostali	0,0	12,6

Bitna razlika između ovih dviju skupina u pogledu temeljnih sociodemografskih varijabli jest u tome što među *“nadzornicima” ima i 16,3% stručnjaka/nositelja intelektualnih profesija različitih profila.* To znači da je dio upravljanja (ili “gospodarenja”) poduzećima delegiran i stručnjacima, a ne samo profesionalnim rukovoditeljima.<sup>1</sup>

## NEKA OBILJEŽJA PODUZEĆA KOJIMA RUKOVODE/KOJA NADZIRU



sništvu HFP-a, ne čudi podatak je relativna većina anketiranih/intervjuiranih menadžera u vrijeme provođenja istraživanja (rujan 1999 – siječanj 2000.) već radila u privatiziranim/posve privatnim poduzećima (tablica 3).

<i>Menadžeri</i>		<i>Članovi NO-a</i>	
1. poduzeće u državnom vlasništvu	10,0	1. poduzeće u državnom vlasništvu	11,1
2. mješovito poduzeće (dijelom privatizirano)	28,6	2. dijelom privatizirano poduzeće	21,5
3. posve privatizirano/privatno poduzeće	61,4	3. posve privatizirano/privatno poduzeće	41,5
		4. institucije državne uprave	12,6
		5. visokoškolska/obrazovna institucija	3,7
		6. ostalo	9,6

Tako 61,4% menadžera rukovodi privatiziranim/privatnim poduzećima; riječ je uglavnom o – pretpostavljamo – onim dioničkim društvima u kojima su vlasnički udjeli HFP- a u 1999. godini bili već relativno mali – do 25% dionica.

**Tablica 3.**  
Tip poduzeća/institucije u  
kojem ispitanici rade (%)

Spomenute podatke valja smjestiti u širi kontekst vlasničkih i strukturnih promjena koje je doživjelo ukupno hrvatsko gospodarstvo u posljednjih nekoliko godina. Prema posljednjim informacijama (*“400 najvećih hrvatskih tvrtki”*, Privredni vjesnik, Zagreb, 12. 6. 2000.) hrvatsku privredu krajem 1999. godine čini zapravo 59.972 poduzeća, koja ZAP-u podnose godišnja izvješća o poslovanju, čime potvrđuju da nisu samo “papirnata” već “živuća” poduzeća (tablica 4).

Naš uzorak biran je, kako smo već rekli, iz portfelja od 1850 poduzeća HFP-a u kojima je u 1999. godini bilo zaposleno 244.125 djelatnika. To znači da je u poduzećima koja su nam poslužila kao okvir uzorka bilo zaposleno 34,1% od ukupno zaposlene radne snage u hrvatskim društvima kapitala.

Također, nije iznenađenje niti podatak da se članovi nadzornih odbora “novače” pretežno iz privatnih/privatiziranih poduzeća (41,5%), a zatim i iz dijelom privatiziranih poduzeća (21,5%), ali i iz državnih poduzeća i institucija (23,7%). I ove podatke valja promatrati u svjetlu šire slike strukture hrvatske privrede s obzirom na promjene u veličinama poduzeća. Naime, hrvatska statistika kategorizira pod “malim poduzetnicima” poduzeća do 49 zaposlenih, kao “srednje poduzetnike” kategorizira poduzetnike koji zapošljavaju od 50 do 249 radnika, a pod “velikima” podrazumijeva one poduzetnike koji zapošljavaju 250 i više radnika. *Gledano iz te perspektive, u hrvatskoj pri-*

vredi krajem devedesetih prevladava malo poduzetništvo. Čak 95,6% ukupnog broja tvrtki koje su poslovale 1999. godine domaća statistika svrstava među male, a u njima je zaposleno 33,6% od ukupno zaposlenih u hrvatskoj privredi. U njima se stvara 34,6% ukupnih prihoda, 33,9% ukupnih rashoda i 23,5% gubitaka cijele hrvatske privrede (*Privredni vjesnik*, isto, str. 2).

**Tablica 4.**  
Struktura hrvatske privrede i  
400 najvećih poduzeća prema  
prihodu od 1994. do 1999.  
godine\*

Godina		Broj poduzeća	Broj zaposlenih	Ukupan prihod (mln. kn)	
1991.		16.504	-	-	
1992.		27.138	-	-	
1993.		38.448	-	-	
1994.	400	400	355.489	88.324	
	Ukupno	RH	51.063	794.879	191.243
		udjel (%)	0,8	44,7	46,2
1995.	400	400	325.334	102.054	
	Ukupno	RH	61.597	756.671	211.238
		udjel (%)	0,6	43,0	48,3
1996.	400	400	308.945	109.706	
	Ukupno	RH	63.925	755.689	238.061
		udjel (%)	0,6	40,9	46,1
1997.	400	400	288.150	125.275	
	Ukupno	RH	64.789	742.395	279.900
		udjel (%)	0,6	38,8	44,8
1998.	400	400	275.578	122.692	
	Ukupno	RH	62.050	735.921	267.555
		udjel (%)	0,64	37,4	45,9
1999.	400	400	271.567	128.642	
	Ukupno	RH	59.972	716.195	275.301
		udjel (%)	0,67	37,92	46,73

Izvor: "400 najvećih hrvatskih tvrtki", *Privredni vjesnik*, Zagreb, 12. 6. 2000., str. 3.; ukupan broj poduzeća predstavlja samo poslujuća poduzeća, čije se transakcije i izvješća podnose ZAP-u.

\* Pod privredom razumijemo samo sektor poduzeća, kojima je cilj poslovanja oplodivanje kapitala (profit).

U tvrtkama koje statistika svrstava među srednje velike (3,5% ukupnog broja) zaposleno je 22,2% svih zaposlenih u privredi, u njima se bilježi 20,5% ukupnog prihoda i 20,7% ukupnih rashoda; osim toga, srednje velika poduzeća "nose" 17,7% dobiti prije oporezivanja i 18,9% nakon

oporezivanja te 21,2% gubitaka hrvatske privrede. Brojčano najmanju skupinu (0,9% ukupnog broja tvrtki u privredi) čine "veliki poduzetnici". U njima je zaposleno 44,2% svih zaposlenih u privredi, u njima se stvara 44,9% ukupnog prihoda i 45,4% svih privrednih rashoda te čak 55,3% ukupnih gubitaka.

Upravo ta poduzeća, prema konačnim financijskim pokazateljima, proizvode najveće gubitke u hrvatskoj privredi: čak 4.447 milijuna kuna u 1999. godini. Inače, kada se zbroje prihodi (275.301 milijun kuna) i odbiju troškovi poslovanja hrvatskih trgovačkih društava prošle godine (279.587 milijuna kuna), dolazimo do negativne razlike od 4.286 milijuna kuna.

Odnosno, gledamo li na isti odnos iz perspektive dobiti, situacija je sljedeća: u 1998. godini dobit u poslovanju iskazalo je 70,7% tvrtki, u 1999. godini 68,4% tvrtki (brojčano: 40.995!). "Relativno mali broj poduzetnika (18.977) iskazao je gubitak od ukupno 15,1 milijardu kuna, dovoljno velik da nadmaši dobit onih koji su pozitivno poslovali čak za 6,7 milijardu kuna. I tako su obilježili gubitkom ukupne gospodarske rezultate u protekloj (1999.) godini" (*Privredni vjesnik*, str. 2).<sup>2</sup>

	<i>Broj zaposlenih 1991. godine</i>	<i>Broj zaposlenih 1999. godine</i>
1. do 250 radnika	24,3	41,4
2. 251-500 radnika	17,1	40,0
3. 501-1000 radnika	31,4	18,6
4. 1001 i više radnika	27,1	

**Tablica 5.**

Veličina poduzeća anketiranih menadžera 1991. i 1999. godine prema broju zaposlenih radnika (%)

S obzirom na djelatnost, poduzeća iz našeg uzorka pretežno su industrijska poduzeća, odnosno uglavnom klasična prerađivačka poduzeća, koja su u razmaku od osam godina (od 1991. do 1999. godine) doživjela drastičan pad zaposlenosti (usp. tablicu 5). Primjerice, dok je 1991. godine 58,5% poduzeća gdje rade anketirani menadžeri imalo više od 500 radnika, u 1999. godini većina tih istih poduzeća našla se među poduzećima s manje od 500 radnika: takvih je poduzeća čak 81,4% od onih u kojima rade anketirani menadžeri.

1. do 250 radnika	40,0
2. 251-500 radnika	33,3
3. 501 i više radnika	26,7

**Tablica 6.**

Veličina poduzeća (prema broju zaposlenih radnika) koja nadziru anketirani članovi NO-a (%)

Valja uočiti da članovi NO-a djeluju kao “nadzornici” u poduzećima s nešto većim brojem zaposlenih: 26,7% članova NO-a svoju funkciju obavlja i u poduzećima s više od 500 radnika (tablica 6). To znači da su oni kroz svoje odgovore saželi osobna iskustva s problemima iz – u hrvatskim prilikama, statistički gledano – velikih i vrlo velikih poduzeća.

## VLASNIČKA STRUKTURA PODUZEĆA I TENDENCIJE PROMJENE VLASNIČKE STRUKTURE

---

Proces privatizacije ali i razvoj autohtonog privatnog poduzetništva (neovisnog o procesu privatizacije) postupno mijenja i vlasničku strukturu hrvatskoga gospodarstva u cjelini. Umjesto korištenja statističkih podataka za cijelo gospodarstvo zemlje ovdje ćemo taj proces donekle oslikati služeći se samo uočenim promjenama vlasničke strukture 400 najvećih poduzeća po prihodu od 1994. do 1999. godine. Naime, iako tih 400 najvećih poduzeća čini tek 0,6% ukupnoga broja poduzetnika, oni “pokrivaju” istodobno 50% ukupne gospodarske aktivnosti, što samo po sebi govori o njihovoj važnosti za hrvatsku privredu.<sup>3</sup>

Iz ovih podataka (tablica 7) zapažamo: dok je 1994. godine, kada je *Privredni vjesnik* počeo pratiti 400 najvećih poduzeća u Hrvatskoj, čak četvrtina tih tvrtki pripadala državnom sektoru i gotovo još toliko mješovitom s pretežnim državnim kapitalom, što znači da je gotovo polovica bila u državnom ili pretežno državnom vlasništvu, u 1999. godini taj je udjel po broju tvrtki u usporedbi s 1994. godinom više nego prepolovljen. U cjelosti je u državnom vlasništvu ostala samo jedna desetina (10,5%) od 400 najvećih trgovačkih društava, a u mješovitom vlasništvu s većinskim udjelom državnog kapitala nalazi se još 17,5% tvrtki.

Jasno, konkretna vlasnička struktura poduzeća anketiranih menadžera, odnosno poduzeća koja nadziru članovi NO-a određena je u značajnoj mjeri strukturalnim obilježjima vlasničke strukture poduzeća u portfelju HFP-a. Podsjetimo se zadnjih analiza samoga HFP-a (lipanj 2000.). Prema tim podacima (za 1850 trgovačkih društava) HFP ima do 25% udjela u 1.111 društava te je na poslovanje tih poduzeća mogao imati relativno mali utjecaj. Vlasničke udjele između 25% i 50% HFP ima u 432 društva te između 50% i 100% u 307 društava. To znači da je HFP preko svojih predstavnika u nadzornim odborima mogao imati odlučujući utjecaj na poslovanje barem 307 od ukupno 1850 poduzeća u kojima je imao ili još uvijek ima određene vlasničke udjele.

Tablica 7.

Promjene u vlasničkoj strukturi 400 najvećih poduzeća od 1994. do 1999. godine (%)

<b>1994. godina</b>				
<i>Oblik vlasništva</i>	<i>Broj poduzetnika</i>	<i>Broj radnika</i>	<i>Ukupni prihod</i>	<i>Dobit nakon oporezivanja</i>
<i>Državno vlasništvo</i>	25,5	41,8	44,2	55,3
*javna, komunalna poduzeća	8,5	31,0	33,9	48,0
*u procesu pretvorbe	13,8	8,0	5,5	6,3
*bez započete pretvorbe	3,2	2,8	4,8	1,0
<i>Privatno vlasništvo</i>	28,2	17,9	18,4	15,9
*privatno od osnivanja	2,7	1,3	1,3	0,1
*privatno nakon pretvorbe	25,5	16,6	17,1	15,8
<i>Mješovito vlasništvo</i>	45,3	39,1	36,3	28,0
*s više od 50% privatnog kapitala	22,8	16,4	17,4	11,2
*s više od 50% državnog kapitala	22,5	22,7	18,9	16,8
<i>Zadružno vlasništvo</i>	1,0	1,2	1,1	0,8
<b>1999. godina</b>				
<i>Oblik vlasništva</i>	<i>Broj poduzetnika</i>	<i>Broj radnika</i>	<i>Ukupni prihod</i>	<i>Dobit nakon oporezivanja</i>
<i>Državno vlasništvo</i>	10,5	33,6	23,4	2,6
*javna, komunalna poduzeća	8,0	30,9	21,7	2,5
*u procesu pretvorbe	1,5	1,6	1,1	0,0
*bez započete pretvorbe	1,0	1,1	0,6	0,1
<i>Privatno vlasništvo</i>	60,3	28,6	42,3	39,6
*privatno od osnivanja	33,0	7,3	20,5	14,7
*privatno nakon pretvorbe	27,3	21,3	21,8	24,9
<i>Mješovito vlasništvo</i>	29,0	37,7	34,2	57,8
*s više od 50% privatnog kapitala	11,5	18,3	19,4	31,2
*s više od 50% državnog kapitala	17,5	19,4	14,8	26,6
<i>Zadružno vlasništvo</i>	0,2	0,1	0,1	0,0

Izvor: "400 najvećih", Privredni vjesnik, Zagreb, 12. lipnja 2000., str. 7.

S obzirom na *moćne tipove vlasnika poduzeća* iz našeg uzorka, naši podatci sugeriraju zaključak da su zaposleni s obzirom na disperziju vlasničkih udjela najrašireniji tip vlasnika – radničko (su)vlasništvo (u različitim postotnim udjelima) nalazimo u 91,4% poduzeća kojima rukovode anketirani menadžeri (usp. tablicu 8).

Iza radnika slijede po raširenosti vlasničkih udjela: država i državni fondovi, poduzeća i PIF-ovi, mali dioničari i menadžeri. Valja posebno obratiti pozornost na poželjnu vlasničku strukturu poduzeća, poželjnu iz me-

Tip dioničara	Sadašnja vlasnička struktura		Poželjna vlasnička struktura	
	Zastupljenost u poduzećima	Prosječni vlasnički udio/Rang	Zastupljenost u poduzećima	Prosječni vlasnički udio
1. zaposleni radnici - bez menadžera	91,4	22,40 6	64,3 (-27,1)	25,89 (+3,49)
2. domaće banke	25,7	12,39 7	22,9 (-2,8)	12,25 (-0,14)
3. državni fondovi/država	65,7	32,11 3	8,6 (-57,1)	17,67 (-14,44)
4. mali dioničari izvan poduzeća	51,4	11,31 8	28,6 (-22,8)	13,00 (+1,69)
5. menadžeri	41,4	27,38 5	57,1 (+15,7)	31,05 (+3,67)
6. inozemni vlasnici	17,1	35,36 2	52,9 (+35,8)	54,97 (+19,34)
7. pojedinac - vlasnik	25,7	41,06 1	37,1 (11,4)	62,76 (+21,70)
8. neko poduzeće/PIF-ovi	57,1	31,97 4	14,3 (-42,8)	37,10 (+5,13)

**Tablica 8.**  
Sadašnja i poželjna vlasnička struktura poduzeća prema anketiranim menadžerima (%)

nadžerskog kuta s obzirom na bolje poslovanje poduzeća i njihovo mjesto u mogućim promjenama vlasničke strukture.

Prvo, menadžeri smatraju poželjnim da država napusti što više poduzeća kao njihov (su)vlasnik: određeni postotci državnog vlasništva zadržali bi se u dijelu poduzeća (8,6%), s prosječnim vlasničkim udjelom od 17,67%. Ta je menadžerska želja posve sukladna novoj politici HFP-a, koja se postupno oblikuje nakon promjene vlasti u zemlji od 3. siječnja 2000. godine.

Drugo, prema menadžerima bilo bi dobro da se smanje i vlasnički udjeli drugih poduzeća, odnosno PIF-ova: postojeća disperzija njihovih vlasničkih udjela od 57,1% smanjila bi se na svega 14,3% poduzeća, iako bi se njihovi pojedinačni vlasnički udjeli povećali s prosječnih 31,97% na 37,10%. To bi im ipak omogućilo određeni utjecaj na poslovnu politiku poduzeća u novim prilikama.

Treće, menadžeri drže da bi za poslovnu budućnost poduzeća (svakako i njihov osobni položaj) bilo osobito važno da u što više domaćih poduzeća (u poželjnih 52,9%) uđu inozemni ulagači. Jasno, njihovi bi prosječni vlasnički udjeli trebali biti izraziti (gotovo 55,0%), kako bi mogli imati odlučujući utjecaj na ponašanje menadžera, odnosno poslovnu politiku poduzeća. Sukladno tim intencijama, menadžeri bi povećali i menadžersko (su)vlasništvo u poduzećima (na 57,1% poduzeća, s prosječnim udjelom od 31,05%) te vlasničke udjele pojedinačnih domaćih vlasnika (na prosječnih 62,76%, što omogućava vrlo konkretnu "većinsku kontrolu" pojedinačnih vlasnika u poduzećima).

*Uglavnom, prema menadžerskoj projekciji poželjne vlasničke strukture trebalo bi: a) smanjivati državno vlasništvo u poduzećima, vlasništvo PIF-ova/poduzeća, zaposlenih radnika i malih*

*dioničara, i b) radikalno uvećati sudjelovanje inozemnih ulagača ("strateški partneri") u vlasničkoj strukturi poduzeća, menadžera i domaćih pojedinačnih vlasnika.*

Drago Čengić  
**Vlasnici, menadžeri i  
kontrola poduzeća**

1. nema dionice	35,7
2. ima dionice koje ne omogućavaju kontrolu poduzeća	58,6
3. ima dionice koje omogućavaju većinsku kontrolu poduzeća	2,9
4. ima dionice koje omogućavaju potpunu vlasničku kontrolu poduzeća	2,9

Tablica 9.

Menadžersko (su)vlasništvo u poduzećima kojima rukovode (%)

Što se tiče sadašnjeg menadžerskog sudjelovanja u vlasničkoj strukturi poduzeća kojima rukovode (tablica 9), svega 35,7% menadžera izjavljuje da nema dionice poduzeća kojima rukovode. Istodobno, gotovo 6,0% anketiranih menadžera imalo je u svom vlasništvu dionice koje su im omogućivale većinsku ili pak potpunu vlasničku kontrolu poduzeća. Ovaj podatak, kao i već opisana vizija poželjne vlasničke strukture, sukladan je i nekim prethodnim istraživanjima, koja pokazuju da je stalno obilježje ponašanja menadžera u hrvatskoj privatizaciji njihova težnja da ostvare određene (su)vlasničke udjele u poduzećima kojima rukovode (D. Čengić, 1995.; B. Krištofić, 1997.). *Očito je da su hrvatski menadžeri svoj status u poduzećima u vremenu velikih promjena pokušali osigurati i legitimirati kroz kombinaciju funkcije profesionalnih menadžera i (su)vlasnika određenih udjela u poduzećima!*

Međutim, valja nam ovdje pogledati još jedan podatak – podatak o većinskim, odnosno manjinskim vlasnicima poduzeća iz menadžerske i nadzorničke perspektive (tablica 10).

Kao što vidimo, i menadžeri i članovi NO-a među većinskim vlasnicima poduzeća najčešće ističu državu/državne fondove, zaposlene radnike te PIF-ove. Doduše, članovi NO-a u nešto većoj mjeri nego menadžeri na idućem mjestu spominju i domaća poduzeća kao većinske vlasnike poduzeća u kojima djeluju kao članovi nadzornih odbora.

Prema menadžerima država, zaposleni i PIF-ovi u većinskom vlasništvu imaju 55,8% poduzeća, dok su prema članovima NO-a zaposleni radnici, država, PIF-ovi/domaća poduzeća većinski vlasnici u 82,3% poduzeća u kojima su oni u nekoj od nadzorničkih uloga.

S obzirom na brojčanu strukturu dioničara, menadžeri djeluju u poduzećima u kojima je vlasništvo relativno najčešće disperzirano na manje od 50 dioničara; ili, kazano drugačije, imovina je tih poduzeća u 68,5% poduzeća u (su)vlasništvu do najviše 100 dioničara. Pretpostavljamo

Tablica 10.

Struktura poduzeća prema najčešćim većinskim, odnosno najčešćim manjinskim vlasnicima (%)

Kategorija vlasnika	Menadžeri		Članovi NO-a	
	Većinski vlasnik	Manjinski vlasnik	Većinski vlasnik	Manjinski vlasnik
1. zaposleni radnici – bez menadžera	18,6	34,3	23,7	53,3
2. domaća banka	1,4	11,4	0,0	0,0
3. država / državni fondovi	24,3	14,3	21,5	9,6
4. mali dioničari izvan poduzeća	2,9	12,9	0,0	0,0
5. menadžeri samog poduzeća	11,4	10,0	7,4	8,1
6. domaći vlasnik-pojedinac	11,4	2,9	7,4	1,5
7. domaće poduzeće	5,7	7,1	15,6	1,5
8. inozemni vlasnik-pojedinac	2,9	4,3	0,0	0,0
9. inozemni vlasnik – poduzeće ili banka	5,7	0,0	0,0	0,0
10. PIF-ovi ili netko drugi	12,9	1,4	21,5	20,7
11. vi osobno/vaše poduzeće	2,9	1,4	0,0	0,0

da je tu riječ o imovini nešto manjoj po veličini, koja je kroz proces privatizacije došla u vlasništvo manjeg broja ljudi (tablica 11).<sup>4</sup>

Tablica 11.  
Brojčana struktura dioničara  
u poduzećima (%)

	Menadžeri	Članovi NO-a
1. manje od 50	41,4	0,0
2. 51-100	27,1	11,9
3. 101-500	25,7	32,8
4. 501 i više	0,0	17,9
5. ne može procijeniti	5,7	37,3

Istodobno, poduzeća anketiranih članova NO-a imaju mnogo veću imovinu, imovinu koja je kod 40,8% poduzeća u vlasništvu od 100 do 500 dioničara. Prije bilo kakve dublje analize možemo tek pretpostaviti da manji broj dioničara može lakše kontrolirati podređene menadžere nego li velik broj disperziranih vlasnika.

Sudeći prema odgovorima i menadžera i članova NO-a, kao i po našim analizama ponašanja menadžera i PIF-ova u procesu masovne privatizacije (vidjeti kasnije), ta je vlasnička struktura ipak nestabilna i privremena. Naime, svega 37,1% menadžera i 40,7% članova NO-a očekuje da će u skoroj budućnosti vlasnička struktura tih poduzeća ostati ista (usp. tablicu 12).



	<i>Menadžeri</i>	<i>Članovi NO-a</i>
1. vlasnička struktura ostat će približno ista	37,1	40,7
2. doći će do još većeg usitnjavanja vlasničke strukture	10,0	0,0
3. doći će do koncentracije vlasništva u rukama domaćih vlasnika	19,3	28,9
4. doći će do koncentracije vlasništva u rukama stranih vlasnika	17,9	11,9
5. nešto drugo	15,7	18,5

**Tablica 12.**  
Procjena promjene vlasničke strukture (%)

*Do promjena u vlasničkoj strukturi će doći, ali u kojem smjeru?* Većina naših ispitanika očekuje da će doći do koncentracije vlasništva u rukama domaćih vlasnika, iako jedan dio menadžera i nadzornika drži da će i inozemni vlasnici pokušati doći do većinskih udjela u tim poduzećima. Dio odgovora na ovo pitanje tiče se svakako i politike države, odnosno njezina preferiranja pojedinih tipova vlasnika u skoroj budućnosti, ali dio rješenja krije se u ponašanju PIF-ova kao (su)vlasnika dijela poduzeća iz našeg uzorka.

## VLASNICI, VLASNIČKA KONTROLA I POSLOVNA (NE)USPJEŠNOST PODUZEĆA

### Poslovna (ne)uspješnost i politika proizvodnje dobiti

Kakav je odnos između pojedinih tipova većinskih vlasnika i poslovne uspješnosti poduzeća? Pokazuje li se i u našem slučaju jedna opća tendencija, uočena u analiza-  
ma diljem postsocijalističke Europe: da su privatni vlasnici ekonomski uspješniji od drugih tipova većinskih vlasnika (usp. analizu O. Havrylyshyna, D. McGettigana, 1999.)? Dio odgovora na ova pitanja pružaju sljedeći podatci.

Kad je riječ o poslovanju poduzeća u kojima djeluju naši ispitanici, podatci na razini oba uzorka ispitanika pokazuju da je relativna većina tih poduzeća u posljednje tri godine (1996.-1998.) poslovala s određenim gubicima (tablica 13).

<i>Kakvoća poslovanja</i>	<i>Ocjena menadžera</i>	<i>Ocjena članova NO-a</i>
1. s većim/manjim gubicima	50,0	53,0
2. niti s gubicima niti s dobitima	15,7	8,2
3. s određenim/znatnim dobitima	34,3	38,8

**Tablica 13.**  
Percepcija poslovanja poduzeća u kojima rade, odnosno vrše nadzornu ulogu (%)

Ipak, značajan je podatak da je za 1998. godinu u nešto većem broju poduzeća ipak iskazana određena dobit u poslovanju (tablica 14). Ovi podatci dobiveni su od relativno malog broja ispitanika, ali ipak dosta vjerno odražavaju objektivne podatke o poslovanju tih poduzeća koje je nedavno HFP ponudio hrvatskoj javnosti (Zagreb, lipanj 2000.).<sup>5</sup>

Veličina prometa		Procjena poslovanja	
1. do 100 milijuna kuna	68,6	1. poslovanje s gubicima	54,3
2. više od 100 milijuna kuna	31,4	2. poslovanje s dobiti*	45,7
		*do 1 milijun kuna nakon poreza:	74,3 (45,7% = 100,0%)
		*više od 1 milijun kuna nakon poreza:	25,7

**Tablica 14.**  
Poduzeća prema veličini godišnjeg prometa u posljednje tri godine i menadžerska ocjena poslovanja njihovih poduzeća u 1998. godini (%)

Što je najviše utjecalo na (ne)uspješnost poslovanja u posljednje tri godine?

**Tablica 15.**  
Faktorska struktura varijabli koje najviše utječu na uspješnost poslovanja u posljednje tri godine –mišljenja članova NO-a (analiza glavnih komponenti, varimax rotacija, zasićenja veća od .40)

Prema mišljenju članova nadzornih odbora tip poslovanja najjače su određivali s jedne strane “tehnologija i strategija poslovanja” (prvi faktor), i s druge strane “primjerena vlasnička struktura” (drugi faktor). Kao što vidimo, u prvom faktoru, koji nosi 34,868% varijance, ključne su sljedeće varijable: moderna tehnologija i oprema, dobra strategija poslovanja te konkurentni proizvodi. U drugom faktoru s najvećim faktorskim zasićenjima ističu se primjerena vlasnička struktura, neovisnost o političkim činiteljima i djelovanje nadzornog odbora (tablica 15).

Varijable	F1	F2	
moderna tehnologija i oprema	.805	-	
dobra strategija poslovanja	.746	-	
dobri/konkurentni proizvodi	.720	-	
primjerena organizacijska struktura	.709	-	
kvalitetna radna snaga	.703	-	
položaj na tržištu	.610	-.412	
inozemni vlasnici	-	-	
primjerena vlasnička struktura	-	.756	
neovisnost o političkim činiteljima	-	.691	
nadzorni odbor	.479	.596	
Eigen vrijednosti	3.487	1.821	
Postotak objašnjene varijance	34.868	18.214	Ukupna varijanca: 53.082

strijska poduzeća (pa je u njima proizvodnja naznačena kao glavni izvor prihoda za 72,9% poduzeća), nije zanemarlivo da ta poduzeća istodobno "prihoduju" značajan dio sredstava i od trgovine, usluga, financijskih transakcija i od prodaje vlastitih nekretnina (usp. tablicu 16). Ti podatci na svoj način svjedoče i o hrvatskome tržištu i o različitim načinima preživljavanja u doba ekonomske recesije i promjena vlasničke strukture.

1. proizvodnja	72,9
2. trgovina	38,6
3. usluge	37,1
4. financijske transakcije	18,6
5. prodaja vlastitih nekretnina	14,3

**Tablica 16.**

Glavni izvori prihoda u poduzećima anketiranih menadžera u posljednje tri godine (%)

U tim je prilikama menadžerima ostalo nekoliko strategija za postizanje kakve-takve dobiti (tablica 17). Zapravo, prakticirajuće politike dobiti svode se na tri operativne menadžerske politike, prepoznatljive u tri dobivena faktora.

**Tablica 17.**

Faktorska struktura politike dobiti u poduzećima ponašanja/mišljenja menadžera (analiza glavnih komponenti, varimax rotacija, zasićenja veća od .40)

<i>Variable</i>	<i>F1</i>	<i>F2</i>	<i>F3</i>
poboljšanje/uvođenje nove tehnologije	.787	-	-
bolja kontrola rada i ne/radnika	.786	-	-
smanjenje otpada i nepotrebnih troškova	.720	-	-
bolja ukupna organizacija rada	.716	-	-
poboljšanje položaja poduzeća na tržištu	.603	.525	-
zapošljavanje novih menadžera	-	.728	-
dodatno korištenje postojećih kapaciteta	-	.693	-
prodaja vlastitih nekretnina	-	-	.733
jeftinija radna snaga	.444	-	.679
nalaženje dobavljača s nižim cijenama	.405	-	.443
Eigen vrijednosti	3.071	1.706	1.392
Postotak objašnjene varijance	30.711	17.065	13.922

Ukupna varijanca: 51.698

S obzirom na strukturu varijabli i njihova zasićenja u prvom faktoru, u njemu kao dubinskog činitelja politike profita prepoznajemo zapravo "novu tehnologiju i kontrolu rada". Te se varijable vežu u jedan grozd mjera u kojem su još i smanjenje otpada i nepotrebnih troškova, bolja ukupna organizacija rada, veći udjeli na sadašnjem tržištu, odnosno osvajanje novih tržišta, jeftinija radna snaga i pronalaženje dobavljača s nižim cijenama ulaznih proizvodnih stavki.

Drugi faktor je prema najjačim faktorskim zasićenjima vezan za zapošljavanje novih menadžera i veće korištenje postojećih proizvodno-uslužnih kapaciteta. Sržno promatrano, riječ je o “*novim menadžerima*” kao ključnim činiteljima nove organizacije rada, čiji se dolazak onda odražava i na veće korištenje već postojećih kapaciteta u tim poduzećima. Na kraju, gledamo li na varijable trećega faktora, postoje i oni menadžeri koji smatraju da je jedna od realnih politika dobiti u sadašnjim hrvatskim prilikama kombinacija “*prodaje vlastitih nekretnina i najam jeftinije radne snage*”.

Zanimljivo je kako menadžeri procjenjuju kretanje nekih temeljnih pokazatelja. Ipak, kao što se vidi iz sljedećih podataka, menadžerska je procjena kretanja ključnih poslovnih pokazatelja u iduće tri godine izrazito optimistična (tablica 18).

Tablica 18.  
Menadžerska procjena kretanja  
ključnih poslovnih pokazatelja  
u iduće tri godine (%)

	<i>Smanjit će se</i>	<i>Bez promjene</i>	<i>Rast će</i>
1. profit/zarada	10,0	28,6	61,4
2. broj zaposlenih	50,0	35,7	14,3
3. ulaganja u poduzeće	5,7	40,0	54,3
4. udio na tržištu	4,3	27,1	68,6

Naime, oni drže da će u skoroj budućnosti u njihovim poduzećima i profit i ulaganja i udjeli poduzeća na tržištu – porasti! Jedino će se – sukladno već iskazanoj tendenciji politike racionalizacije temeljem radne snage u našim poduzećima u posljednjem desetljeću – broj zaposlenih radnika i dalje smanjivati. Tendencija je to koliko poznata toliko i opterećujuća za socijalnu funkciju države u idućem razdoblju; istodobno, to je proces iza kojega se kriju brojne i osobne i obiteljske drame ljudi bez rada i bez sredstava za život dostojnih čovjeka. No, možda taj “menadžerski optimizam” u pogledu poslovanja u skoroj budućnosti ukazuje na skrivene potencijale poduzeća kojima rukovode, a koje postojeća vlasnička struktura ili nedovoljno koristi ili ih još uopće ne prepoznaje kao takve.

## Neka obilježja nadzornih odbora

*Nашe je istraživanje otkrilo da u biti postoje dva tipa nadzornih odbora u analiziranim poduzećima. U poduzećima kojima rukovode anketirani menadžeri nalazimo nadzorne odbore od tri člana (mali nadzorni odbori ili “trijumvirati”); njihova brojčana veličina odražava na svoj način i veličinu tih poduzeća, ali i njihovu jednostavniju vlasničku strukturu. Nešto je drugačija situacija u poduzećima gdje djelu-*

ju anketirani članovi nadzornih odbora. Ovdje je obično najčešći nadzorni odbor onaj koji broji 4–5 članova (63,7% poduzeća), a uz njega ćemo primijetiti i *velike nadzorne odbore* od 6 do 9 članova u jednoj četvrtini poduzeća (usp. tablicu 19). *Prema tome, mali odbori veličine od 3 do 5 članova i veliki odbori veličine od 6 do 9 članova organizacijska su uporišta vlasničke kontrole menadžera iz našeg uzorka poduzeća.*

	<i>Menadžeri</i>	<i>Članovi NO-a</i>
1. do 3 člana	94,3	11,1
2. 4–5 članova	-	63,7
3. 6–9 članova	-	25,2
4. bez odgovora	5,7	

**Tablica 19.**

Veličina NO-a u poduzećima anketiranih menadžera i poduzećima koja nadziru članovi anketiranih NO-a (%)

Zanimljiva je i funkcionalna struktura naših ispitanika s obzirom na njihov položaj u tim nadzornim odborima: 37,0% ispitanika djeluju kao predsjednici NO-a (predstavnicima većinskog vlasnika), relativna većina djeluje kao predstavnici manjinskog vlasnika (46,7%), a 16,3% članova NO-a nalazi se u nekoj od drugih uloga (obični članovi, zamjenici predsjednika NO-a itd.) (usp. tablicu 20).

1. predsjednik NO-a kao predstavnik većinskog vlasnika	37,0
2. član NO-a kao predstavnik manjinskog vlasnika	46,7
3. član NO-a u nekoj drugoj ulozi/bez funkcije	16,3

**Tablica 20.**

Raspodjela anketiranih članova NO-a prema funkciji u NO-u (%)

Više od polovice anketiranih članova NO-a sadašnjim članstvom u NO-u odrađuje svoj prvi mandat, što konkretno znači da je 45,9% anketiranih bilo članom sadašnjeg NO-a i prije sadašnjeg mandata (tablica 21). To znači da je u posljednje vrijeme u jednom dijelu nadzornih odbora došlo do značajnijih promjena u njihovu sastavu, što upućuje na dolazak novih vlasnika u ta poduzeća.

1. nije bio članom sadašnjeg NO-a prije ovoga mandata	54,1
2. bio je članom ovoga NO-a i prije sadašnjeg mandata	45,9

**Tablica 21.**

Raspodjela anketiranih članova NO-a prema nadzorničkom stažu (%)

Istodobno, *naši podatci sugeriraju da jedna trećina članova NO-a ima funkciju nadzornika i u nekim drugim nadzornim odborima.* Kako u posljednje vrijeme i domaća stručna javnost, sukladno, uostalom, i preporukama različitih međunarodnih vijeća i kodeksa za korporacijsko upravljanje, traži da se članovi nadzornih odbora posve posvete svojim funkcijama nadzornika, ovdje se postavlja pitanje koliko je moguće kvalitetno obavljati po dvije ili i tri funkcije u raz-

ličitim nadzornim odborima istodobno (usp. tablicu 22)!? Pitanje je to koje pogađa ne samo naš uzorak poduzeća već i sva druga dionička društva, koja traže kvalitetne ljude za nadzorničku funkciju.

Tablica 22.  
Sudjelovanje menadžera i članova NO-a u drugim nadzornim strukturama (%)

	Menadžeri	Članovi NO-a
1. članovi su još nekog nadzornog odbora	27,1	33,3
2. obavljaju samo svoju sadašnju funkciju	72,9	66,7

Odakle se zapravo “pribavljaju” članovi nadzornih odbora? Prema našim podacima, najčešće iz širih poslovnih sustava, kojima pripada i samo poduzeće, odnosno iz drugih poduzeća i/ili banaka (usp. tablicu 23).

Tablica 23.  
Najčešći izvori članova NO-a, prema odgovorima anketiranih članova NO-a (%)

	Udio u ukupnoj strukturi članova NO-a	Rang
1. iz visokoobrazovnih/kulturnih/znanstvenih institucija	22,2	4
2. iz šireg poslovnog sustava, kojemu pripada i ovo poduzeće	69,6	1
3. iz drugih poduzeća i/ili banaka	48,9	2
4. iz oporbenih političkih stranaka	1,5	9
5. iz vladajuće političke stranke	5,2	8
6. iz državnih organa i službi	43,7	3
7. iz specifičnih udruga i organizacija	11,9	6
8. iz inozemnih poduzeća/banaka/organizacija	8,9	7
9. PIF-ovi/druga poduzeća	21,5	5

*Manja poduzeća, sudeći prema odgovorima menadžera, najčešće pribavljaju članove svojih NO-a iz drugih poduzeća, jer su često ta ista poduzeća njihovi većinski vlasnici (42,9%); s druge strane, članovi NO-a ističu da većina članova NO-a u kojima oni djeluju dolazi iz šireg poslovnog sustava, kojemu pripadaju i ta poduzeća (69,6%). Međutim, odmah iza toga kao izvori članova NO-a navode se druga poduzeća te državni organi i službe (48,9%, odnosno 43,7%).*

Što zapravo znači podatak da se relativna većina članova NO-a imenuje iz širih poslovnih sustava, kojima pripada i samo poduzeće? Prema dostupnim podacima znači zapravo da u dobrom dijelu poduzeća iz našega uzorka nalazimo i predsjednike i članove NO-a iz istog tog poduzeća, i obično je to slučaj baš u poduzećima koja su u većinskom vlasništvu zaposlenih, ili pak menadžera i menadžerskih timova. Upravo su takva poduzeća “insiderske tvrdave”, u

kojima se i rukovođenje i nadzor najčešće nalaze u rukama menadžerskih grupa i menadžersko-zaposleničkih saveza.

Drago Čengić  
**Vlasnici, menadžeri i  
kontrola poduzeća**

### Vlasnička kontrola i problem kvalitete rada NO-a

Rad članova NO-a ovisi o brojnim činiteljima, a među njima iznimno mjesto zauzima određena praksa provedive vlasničke kontrole. Je li ta kontrola, i na koji način, prisutna u poduzećima o kojima je ovdje riječ? Prema raspoloživim podacima *približno podjednak broj menadžera i članova NO-a ističe da je u njihovim poduzećima vlasnička kontrola izrazito prisutna (38,6%, odnosno 31,9%)*. Logično je na neki način što vlasničku kontrolu jače zapažaju menadžeri negoli članovi NO-a jer se od njih češće traže vrlo konkretni ekonomski učinci nego od članova NO-a (tablica 24).

	Menadžeri	Članovi NO-a
1. ne postoji nikakva vlasnička kontrola	5,7	11,1
2. vlasnička kontrola gotovo da i ne postoji	10,0	0,0
3. vlasnička kontrola postoji od slučaja do slučaja	10,0	9,6
4. vlasnička kontrola postoji do određene mjere	35,7	47,4
5. vlasnička kontrola je izrazito prisutna	38,6	31,9

Tablica 24.  
Percepcija vlasničke kontrole (%)

*Članovi NO-a u najvećem broju slučajeva zapažaju vlasničku kontrolu "do određene mjere", što ukazuje na nesustavno i vjerojatno nedosljedno ponašanje pojedinih vlasnika u provođenju vlasničke kontrole u tim poduzećima. Ova se nedosljednost pogotovo može vezati uz djelovanje države/HFP-a kao (su)vlasnika u brojnim poduzećima o kojima je ovdje riječ. U svakom slučaju, naši ispitanici zapažaju u više od 70,0% poduzeća, gdje djeluju, određene oblike vlasničke kontrole. Kako pokazuje sljedeća tablica (tablica 25), rad menadžera se najčešće kontrolira kroz redovita izvješća uprave, ali i direktnim predsjedanjem nadzornim odborima. Prema menadžerima, u 28,6% poduzeća vlasnici direktno predsjedaju nadzornim odborima, a prema članovima NO-a, to se događa u 33,6% poduzeća.*

	Menadžeri	Članovi NO-a
1. direktnim predsjedanjem NO-a	28,6	33,6
2. kroz česti rad NO-a	25,7	24,6
3. kroz detaljan menadžerski ugovor	11,4	9,0
4. kroz redovita izvješća uprave	61,4	73,1
5. kroz pomnu pripremu skupštine dioničara	21,4	17,2
6. nekako drugačije	1,4	6,7
7. ne postoji izrazita vlasnička kontrola	7,1	11,2

Tablica 25.  
Najčešći načini vlasničke kontrole rada menadžera (%)

Taj podatak pokazuje da se u dijelu poduzeća izravno (personalno) povezuje vlasnička i nadzornička funkcija, što je zapravo sinonim postojanja apsolutne vlasničke kontrole u tim poduzećima. Pretpostavljamo da je to osobito čest slučaj s manjim poduzećima, gdje su brojem mali nadzorni odbori često obiteljske podružnice vlasnika (sastavljeni uglavnom po liniji srodstva). Na taj se način i u sastavu NO-a uočava sveza između pojedinca i vlasništva, osobne volje vlasnika i poslovne politike uprave.<sup>6</sup>

Uzmemo li u obzir ukupne uvjete poslovanja u hrvatskom gospodarstvu u posljednjih sedam-osam godina, ne začuđuje što se dobar dio članova NO-a poduzeća iz našeg uzorka u proteklu godinu dana suočavao u svojem radu s brojnim poteškoćama. O tome na svoj način svjedoči i popis glavnih tema o kojima su raspravljali NO-i u posljednjih godinu dana (tablica 26).

**Tablica 26.**  
Glavne teme rada NO-a –  
mišljenje anketiranih članova  
NO-a (%)

1. tekući problemi poslovanja	67,9
2. rješavanje nastalih kriznih situacija	32,1
3. rješavanje važnih kadrovskih rješenja	6,0
4. analiza strategije poslovanja	43,3
5. analiza kretanja na tržištu/u okolini poduzeća	23,1
6. odnosi između (su)vlasnika poduzeća	3,0
7. kapitalna i strateška ulaganja	12,7
8. neka druga tema	3,0

U 67,9% poduzeća bili su to tekući problemi poslovanja, u 43,3% poduzeća analiza strategije poslovanja, a u gotovo jednoj trećini poduzeća rješavanje nastalih kriznih situacija (32,1%).<sup>7</sup>

**Tablica 27.**  
Ocjena odabranih dimenzija  
suradnje s upravama dioničkih  
društava – mišljenja članova  
NO-a (%)

	<i>X</i>	<i>Rang</i>
1. pouzdanost godišnjih poslovnih izvješća	4,07	1
2. pripremljenost godišnjih skupština dioničara	3,89	3
3. kvaliteta kvartalnih/polugodišnjih financijskih/poslovnih izvješća	3,72	5
4. uvažavanje mišljenja i preporuka NO-a	3,76	4
5. pouzdanost analize poslovanja poduzeća od strane vanjske revizorske tvrtke	3,92	2
6. nagrađivanje članova NO-a za njihov rad	2,84	6

*Napomena:* ljestvica od 1 do 5!

Anketirani članovi NO-a relativno su visokim ocjenama ocijenili određene dimenzije suradnje s upravama poduzeća (tablica 27). Pri tome su najveće ocjene menadžeri



dobili za pouzdanost godišnjih poslovnih izvješća (prosječna ocjena 4,07 na ljestvici od 1 do 5) te pouzdanost analiza poslovanja poduzeća od vanjskih revizorskih tvrtki (3,92). Međutim, članove NO-a od svega najviše smeta ponašanje menadžera u pogledu nagrađivanja članova NO-a za njihov rad. Očito dio njih misli kako su naknade za njihov rad vrlo male i nerazmjerne odgovornosti koju imaju na tim funkcijama.

Tablica 28.  
Ocjena rada NO-a u posljednjih godinu dana – prema odabranim dimenzijama (%)

Dimenzije	Menadžeri		Članovi NO-a	
	X	Rang	X	Rang
1. pomaže upravi poduzeća pravnim savjetima	2,34	6	2,64	7
2. pomaže pri dolasku do jeftinijih kredita	2,00	10	2,32	10
3. osigurava poticajno nagrađivanje članovima uprave	2,04	9	2,37	9
4. analizira kretanja na tržištu	2,26	7	2,75	6
5. analizira financijska i druga izvješća o poslovanju poduzeća	3,72	1	3,79	1
6. traži temeljitu financijsku kontrolu/reviziju poslovanja poduzeća	3,19	3	3,20	5
7. kontrolira nove investicije i njihovo ostvarenje	3,01	5	3,21	4
8. vodi brigu o pribavljanja novih menadžera poduzeća	2,07	8	2,42	8
9. aktivno definira dugoročne ciljeve poslovanja	3,09	4	3,28	3
10. uglavnom se brine za isplatu naknada za članove NO-a	1,96	11	1,56	11
11. razmatra politiku ostvarenja poslovne strategije poduzeća	3,59	2	3,67	2

*Napomena:* ljestvica od 1 do 5!

Inače, kad je riječ o načinima djelovanja NO-a i ocjenama toga djelovanja u posljednjih godinu dana (tablica 28), podaci pokazuju da su percepcije djelovanja NO-a i u menadžera i u članova NO-a relativno slične. Menadžeri su najveće ocjene (na ljestvici od 1 do 5) dali sljedećim aktivnostima NO-a: analizi poslovanja poduzeća, analizama politike ostvarenja poslovne strategije, zahtjevima za temeljnom revizijom poslovanja, definiranju dugoročnih ciljeva poslovanja te praćenju novih investicija i njihovu ostvarenju. Članovi NO-a najvišim su ocjenama rangirali sljedeće aktivnosti nadzornih odbora: financijske i druge analize poslovanja poduzeća, razmatranja politike realizacije poslovne strategije, aktivno definiranje ciljeva poslovanja, kontrolu novih investicija te zahtjeve za temeljnom revizijom poslovanja.

Zapravo, gledamo li na dubinske, latentne dimenzije iza tih ocjena (tablica 29), možemo zaključiti da se odgovori članova NO-a vežu uz dva temeljna pogleda na aktivnosti nadzornih odbora, odnosno uz dva faktora koji objašnjavaju 50.418 zajedničke varijance. U prvom faktoru najvažnije su varijable o NO-u kao akteru koji aktivno de-

Tablica 29.

Faktorska struktura dimenzija djelovanja NO-a – mišljenje članova NO-a (analiza glavnih komponenti, varimax rotacija, zasićenja veća od .40)

finira dugoročne ciljeve poslovanja i razmatra politiku ostvarenja poslovne strategije poduzeća. Zato smo ovaj faktor kraće naznačili kao “*definiranje strategije poslovanja i kontrola njezina ostvarenja*”. Taj faktor vjerojatno najčešće odražava iskustva nadzornika iz loše poslujućih poduzeća. U drugom pak faktoru kao najjače pojedinačne varijable izdvajaju se briga za naknade članovima NO-a za njihov rad i briga o pribavljanju novih menadžera poduzeća. Uz dužan oprez ovaj smo faktor imenovali kao “*briga za osobna primanja članova NO-a*”. Sam naziv dovoljno govori o čemu je tu riječ.

Variable	F1	F2
pomaže upravi poduzeća pravnim savjetima	-	.515
pomaže pri dolasku do jeftinijih kredita	.484	.471
osigurava poticajno nagrađivanje članovima uprave	.585	-
analizira kretanja na tržištu	.534	-
analizira financijska i druga izvješća o poslovanju poduzeća	.634	-
traži temeljitu financijsku kontrolu/reviziju poslovanja poduzeća	.426	.516
kontrolira nove investicije i njihovo ostvarenje	.588	-
vodi brigu o pribavljanju novih menadžera poduzeća	.501	.566
aktivno definira dugoročne ciljeve poslovanja	.810	-
uglavnom se brine za isplatu naknada za članove NO-a	-	.779
razmatra politiku ostvarenja poslovne strategije poduzeća	.799	-
Eigen vrijednosti	3.505	2.041
Postotak objašnjene varijance	31.864	18.554

Ukupna varijanca: 50.418

*No ovdje se postavlja i jedno od temeljnih pitanja moguće rasprave: kako zapravo mjeriti učinak članova nadzornih odbora i je li opravdano vezivati naknadu za rad članova NO-a uz poslovni učinak poduzeća? Što zapravo učiniti za razvoj profesionalnijeg rada članova NO-a? Dio mogućih odgovora na ova pitanja možda nam pružaju sljedeći podatci (tablica 30).*

Tablica 30.  
Percepcija primjerenih mjerila učinka članova NO-a (%)

	Menadžeri	Članovi NO-a
1. kroz povećanu dobit poduzeća	55,1	62,7
2. kroz određeni broj sjednica NO-a u godini	0,0	2,2
1. kroz povećani broj zaposlenih u poduzeću	7,2	11,2
2. kroz isplaćene dividende na godišnjim skupštinama dioničara	14,5	10,4
3. ostvarenjem ciljeva vlasnika	58,0	47,0
4. porastom vrijednosti (dionica) poduzeća	31,9	38,8
5. nekako drugačije	1,4	2,2
6. njihovu naknadu ne bi trebalo vezivati uz poslovni učinak poduzeća	10,1	9,7

*Kad je riječ o načinima vrednovanja rada članova NO-a, naši se ispitanici ipak razlikuju u svojim odgovorima. Menadžeri za ključna mjerila uzimaju "ostvarenje ciljeva vlasnika", zatim povećanu dobit poduzeća te porast vrijednosti (dionica) poduzeća. Članovi NO-a smatraju da je glavno mjerilo za učinak članova NO-a "povećana dobit poduzeća", a tek onda "ostvarenje ciljeva vlasnika". U svakom slučaju, i jedni i drugi ističu važnost ciljeva vlasnika! No što u situacijama kada sami vlasnici nemaju jasne ciljeve poslovanja ili pak žele raditi za osobnu korist, a protiv interesa poduzeća i zaposlenih?*

	<i>Menadžeri</i>	<i>Članovi NO-a</i>
1. nova ulaganja u razvoj poduzeća	47,1	45,5
2. isplata dividendi	32,9	29,9
3. očuvanje radnih mjesta	50,0	53,7
4. kupnja drugih poduzeća	2,9	0,7
5. ulaganje inozemnih ulagača	22,9	9,7
6. širenje i osvajanje novih tržišta	44,3	58,2
7. decentralizacija odlučivanja	4,3	0,7
8. reorganizacija poduzeća	32,9	26,1
9. povećanje vrijednosti dionica poduzeća	25,7	35,8
10. nešto drugo	4,3	5,2
11. ne zahtijevaju ništa posebno	1,4	2,2

**Tablica 31.**

Percepcija ciljeva (većinskih) vlasnika s obzirom na poslovanje u posljednje tri godine (%)

Što zapravo vlasnici očekuju od članova NO-a, vidi se iz tablice 31. Prema menadžerima, vlasnici od njih najčešće traže da se sačuvaju radna mjesta, da se ulaže u razvoj poduzeća i ide u širenje/osvajanje novih tržišta. Članovi NO-a ističu pak da vlasnici od njih očekuju ponajprije da se šire postojeća i osvajaju nova tržišta, očuvaju radna mjesta, ulaže u razvoj poduzeća te poveća vrijednost dionica poduzeća.

*Zanimljivo je da svega jedna desetina naših ispitanika smatra da naknadu članovima NO-a za njihov rad uopće ne bi trebalo vezivati uz poslovni učinak poduzeća. Naime, pitamo se je li opravdano strogo vezivati učinak članova NO-a uz posve opipljive ekonomske učinke poduzeća ako je po sadašnjem zakonodavstvu vođenje poslovanja u rukama uprava (menadžera) koje rukovode poduzećima "na svoju odgovornost"? Istodobno, bilo koje vezivanje naknada članova NO-a za njihov rad uz poslovni učinak poduzeća smanjuje poželjnu neovisnost članova NO-a u njihovoj analizi poduzeća i u promišljanju mogućih poslovnih poteza.*

Tablica 32.  
Procjena ključnih obilježja  
NO-a – mišljenje članova  
NO-a (%)

	<i>X</i>	<i>Rang</i>
1. primjereni broj članova NO-a	3,85	5,5
2. stručnost članova NO-a	3,94	3
3. razumijevanje poslovnih izvješća uprave	3,95	2
4. sposobnost uočavanja ključnih problema poduzeća	3,85	5,5
5. opće obrazovanje	4,16	1
6. razumijevanje financijskih izvješća uprave	3,90	4
7. poznavanje problema/djelatnosti tvrtke	3,84	7
8. djelotvorno donošenje odluka	3,59	8
9. neovisnost u promišljanju problema i u donošenju odluka	3,54	9

*Napomena:* ljestvica od 1 do 5!

Uostalom, i najnovije analize korporacijskog upravljanja u svijetu (primjerice, izvještaji nizozemskoga i grčkoga komiteta za korporacijsko upravljanje – vidi popis literature) podržavaju ideju da se neovisnost članova nadzornih struktura potiče politikom nagrađivanja za njihov rad, i to nagrađivanjem neovisnim o poslovnom učinku korporacija.

Da je neovisnost važna i za naše NO-e pokazuju i odgovori u tablici 32. Naime, kad je riječ o ključnim obilježjima njihovih nadzornih odbora, članovi NO-a – na razini cijeloga uzorka ispitanika – najzadovoljniji su općim obrazovanjem članstva ( $x = 4.16$ ), zatim razumijevanjem poslovnih izvješća uprave i stručnošću članova NO-a. *Najmanje su zadovoljni time što im nedostaje neovisnosti u promišljanju problema, što nisu djelotvorni u donošenju odluka i što nedovoljno poznaju probleme poduzeća.* Time dolazimo također do jednog naoko paradoksalnog pitanja: *kakvi su to stručni članovi nadzornih odbora koji nedovoljno poznaju problematiku poduzeća u kojima vrše nadzornu funkciju? Kako uopće definirati “stručnost” primjerenu nadzorničkim funkcijama u brvatskim dioničkim društvima?*

Međutim, kako prema mišljenjima naših ispitanika u realnim prilikama “ovdje i sada” osigurati profesionalniji rad članova nadzornih odbora?

Sudimo li po ovim podacima (tablica 33) proizlazi da dio menadžera i članova NO-a ipak smatra da njihovi nadzorni odbori već sada profesionalno obavljaju svoj posao: 17,4% menadžera i 19,4% nadzornika ima takvo mišljenje o svojim nadzornim odborima. Ipak, *što se tiče još profesionalnijeg rada u NO-u preporučuju se neke druge mjere. Menadžeri na prvome mjestu ističu potrebu za nalaženjem ljudi “koji razumiju financijska/poslovna izvješća”, a zatim i potrebu za izborom stručnijih ljudi u nadzorne odbore.* Osim toga, dio

menadžera ističe promjenu vlasničke strukture (manje vlasnika, s većim vlasničkim udjelima) kao nužnu pretpostavku profesionalnijeg rada nadzornih odbora.

	<i>Menadžeri</i>	<i>Članovi NO-a</i>
1. izborom stručni(ji)h ljudi u NO-a	42,0	39,6
2. boljim plaćanjem za rad članova NO-a	5,8	5,2
3. boljom zakonskom regulacijom rada NO	13,0	23,9
4. ograničavanjem članstva pojedinaca na samo jedan NO	13,0	11,2
5. višim obrazovanjem pojedinaca - članova NO-a	1,4	11,2
6. izborom ljudi koji razumiju financijska/poslovna izvješća	43,5	23,9
7. javnim objavljivanjem godišnjih poslovnih izvješća	1,4	6,0
8. promjenom vlasničke strukture (manje vlasnika - veći vlasnički udjeli)	23,2	15,7
9. drugačije	1,4	4,5
10. ovaj NO već vrlo profesionalno radi svoj posao	17,4	19,4

**Tablica 33.**  
Percepcija mjera za profesionalniji rad članova NO-a (%)

Istodobno, članovi NO-a na prvome mjestu traže stručnije ljude u nadzornim odborima, a zatim i ljude koji razumiju financijska/poslovna izvješća te bolju zakonsku regulaciju rada NO-a. Što se misli pod boljom zakonskom regulacijom rada NO-a tek bi trebalo pomno raspraviti.

*Na kraju, kakvi su odnosi i postoje li uopće određene (vjerojatnosti) dublje povezanosti između vlasničke strukture, poslovne (ne)uspješnosti i vlasničke kontrole?* U želji da ustvrdimo moguće odnose između pojedinih varijabli, pokušali smo ih identificirati uz pomoć nekoliko statističkih analiza, koje smo držali primjerenim veličinama naših uzoraka (menadžeri,  $n = 70$ , članovi nadzornih odbora,  $n = 135$ ). Uglavnom smo se koristili hi-kvadrat analizom te, kako je već vidljivo, faktorskim analizama pojedinih blokova varijabli.

Kad je riječ o anketiranim menadžerima, imajući na umu već spomenutu veličinu uzorka, za hi-kvadrat analizu pripremili smo samo nekoliko varijabli. Riječ je o sljedećim varijablama: poslovanje poduzeća u posljednje tri godine (s gubicima - s dobicima), stupanj kontrole većinskog vlasnika nad menadžerima (izrazita vlasnička kontrola - bez izrazite vlasničke kontrole), (d)evolucija vlasničke strukture poduzeća (ostat će približno ista - mijenjat će se), većinski vlasnik (zaposleni radnici, država/državni

fondovi, menadžeri i/ili pojedinačni vlasnici), način provođenja vlasničke kontrole (direktno predsjedanje nadzornim odborom - drugi načini), mišljenje o sudjelovanju predstavnika radnika u nadzornim odborima (da - ne), članstvo menadžera u nadzornim odborima (da - ne), mišljenje o menadžerima kao mogućim predsjednicima nadzornih odbora (da - ne).

*Provedena hi-kvadrat analiza dozvoljava ipak nekoliko zaključaka. Dakako, ti su zaključci, moramo to ponoviti, ipak oni koji ukazuju na određene tendencije prije nego na definitivne odnose između pojedinih varijabli. Jednostavno, veličina našeg uzorka ne dozvoljava nam indikativne, već radije probabilističke iskaze o određenim odnosima među rabljenima u poduzetoj analizi.*

Prvo, uočena je tendencija da menadžeri iz poduzeća koja su do sada poslovala s određenim dobicima češće no drugi ističu uvjerenje kako će njihova "vlasnička struktura ostati približno ista" (Pearson = 17.040,  $p < .0001$ ). Drugo, razmatrajući moguće veze između pojedinih tipova većinskih vlasnika i poslovanja poduzeća u posljednje tri godine, naša je analiza pokazala da su država i državni fondovi u izrazitoj mjeri češće povezani s poduzećima-gubitasi nego što je slučaj sa zaposlenim radnicima i pojedinačnim vlasnicima (Pearson = 20.461,  $p < .0001$ ). Prema tome, poduzeća u kojima su većinski vlasnici zaposleni radnici i vlasnici-pojedinci (ovdje su uključena i "menadžerska poduzeća"), češće su među poslovno uspješnijima negoli ona u kojima je dominantni vlasnik država.

Želeći testirati moguće, statistički vjerodostojne, relacije između ključnih tipova vlasničke kontrole i drugih varijabli, ustanovili smo sljedeće. Prvo, tamo gdje je izrazitija vlasnička kontrola, veća je vjerojatnost da se vlasnička struktura neće mijenjati u bliskoj budućnosti. Primjerice, od 27 poduzeća s izrazitom vlasničkom kontrolom u njih 16 ne očekuje se promjena vlasničke strukture u skoroj budućnosti, dok se od 43 poduzeća gdje nema izrazite vlasničke kontrole, u njih 33 očekuje promjena vlasničke strukture u skoroj budućnosti (Pearson = 9.209,  $p < .005$ ). Javno, razmatrajući moguće uzroke takvoj vjerojatnoj povezanosti i gledajući na logički odnos između tih varijabli, zaključujemo da je upravo uspostavljena vlasnička struktura proizvela takvu vlasničku kontrolu, a ne obratno!

Kad je riječ o obradama podataka dobivenih od članova nadzornih odbora, i ovdje smo prvo određeni broj varijabli obradili uz pomoć hi-kvadrat analize.<sup>8</sup> Prvo smo htjeli vidjeti kakve su vjerojatnosti povezanosti između (ne)uspješnosti poslovanja i drugih varijabli. Analiza uz pomoć hi-kvadrat testa pokazala je nekoliko zanimljivih veza, ali i

određenu homogenost naših ispitanika kod pojedinih pitanja. Prvo, pokazalo se da nema statistički značajnih razlika između poduzeća koja posluju s gubicima i poduzeća koja posluju s dobitima u posljednje tri godine s obzirom na spol članova NO-a, njihovu životnu dob, godine ukupnog radnog staža, godine imenovanja na sadašnju nadzorničku funkciju, ranije članstvo u NO-u i u odnosu na članstvo u drugim nadzornim odborima. Ipak, *s obzirom na tip vlasničke strukture poduzeća postoji statistički značajna razlika između neprivatiziranih i privatiziranih poduzeća* (Pearson = 16.034,  $p < .0001$ ): od 57,7% poduzeća-gubitaša njih svega 15,4% su posve privatizirana poduzeća, a 21,1% su dijelom ili posve neprivatizirana, odnosno pripadaju vlasnički drugim tipovima poduzeća; istodobno, od 42,3% poduzeća koja su u posljednje tri godine uspješno poslovala, njih 26,0% pripada posve privatiziranim poduzećima, a 10,6% dijelomično privatiziranim ili neprivatiziranim poduzećima.

Naši podatci pokazuju - sukladno i općim statističkim podatcima o poslovanju hrvatske privrede u 1999. godini - da su *poduzeća iz industrije i rudarstva u većoj mjeri među poduzećima-gubitašima negoli poduzeća s drugim tipovima (privredne) djelatnosti*: od 57,7% gubitaša njih 37,4% su klasična industrijska poduzeća, dok od 42,3% u posljednje tri godine uspješno poslujućih poduzeća njih 17,1% su klasična industrijska poduzeća, a 25,2% imaju neku drugu privrednu djelatnost kao glavnu (Pearson = 7.208,  $p < .006$ ).

Zanimljivo je *da hi-kvadrat analiza ne pokazuje nikakve razlike između tipa poslovanja (uspješna-neuspješna poduzeća) i veličine poduzeća (iskazane brojem radnika)*. Međutim, nešto je drugačija situacija kad se razmotri odnos između tipa poslovanja i tipa većinskog vlasnika, tipa promjene vlasničke strukture i broja dioničara u poduzećima. Naime, ovdje se prvo pokazuje *šire pravilo: da su većinski vlasnici poslovno neuspješnih poduzeća u većoj mjeri nego drugi upravo PIF-ovi ili domaća poduzeća te država*. Primjerice, od 56,7% poduzeća-gubitaša 26,7% pripada ih PIF-ovima ili domaćim poduzećima, a 20,0% je još uvijek u rukama države (Pearson = 34.864,  $p < .0001$ ). Ovakva struktura gubitaša razumljivija je znamo li da je dobar dio njih privatiziran kroz masovnu privatizaciju, te zato u njima u većoj mjeri nego drugdje nalazimo PIF-ove ili domaća poduzeća kao većinske vlasnike. Istodobno, od 43,3% poslovno uspješnijih poduzeća njih 18,3% pripada zaposlenim radnicima kao većinskim vlasnicima, a 11,7% pojedinačnim vlasnicima. Jasno, taj podatak - zbog veličine i naravi našeg uzorka - ne držimo dovoljno indikativnim za dalekosežne zaključke, ali je on svakako zanimljiv za neke buduće analize

o odnosu tipa vlasničke strukture i poslovne (ne)uspješnosti u Hrvatskoj.

Kad je riječ o odnosu tipa poslovanja i mogućih promjena vlasničke strukture, pokazuje se zanimljiva tendencija: *dok poduzeća-gubitaši u relativno najvećem postotku očekuju svog "strateškog partnera", pa tako 22,8% članova NO-a smatra da će se vlasništvo koncentrirati u rukama inozemnog vlasnika, odnosno 18,7% ih drži da će se vlasništvo koncentrirati u rukama domaćih "preuzimača" poduzeća, od 42,3% poslovno uspješnih poduzeća relativna većina (26,0%) - prema mišljenju anketiranih članova NO-a - neće bitnije mijenjati svoju vlasničku strukturu* (Pearson = 13.811,  $p < .001$ ). Iz toga bismo mogli postaviti hipotezu da je u tim poduzećima primjerena vlasnička struktura umnogome zaslužna i za njihov poslovni uspjeh, jasno ne zanemarujući i druge činitelje poslovnog uspjeha poduzeća (menadžeri, zaposleni itd.).

Također je zanimljivo, u tom kontekstu, da su brojem manji nadzorni odbori češće povezani s poslovno uspješnijim poduzećima nego što je to slučaj s većim nadzornim odborima (Pearson = 6.339,  $p < .011$ ). Tako gotovo 30,0% od 51,9% poslovno neuspješnih poduzeća ima male nadzorne odbore, dok 40,3% od 48,1% poslovno uspješnih poduzeća ima nadzorne odbore iste veličine (do 5 članova). Taj podatak sugerira tezu da su manji nadzorni odbori povezani s poslovno uspješnijim poduzećima, no bez nekih drugih činjenica teško je tu tezu prihvatiti kao realno prisutnu tendenciju u svim dioničkim društvima u zemlji.

Što se tiče "društvenog izvorišta" članova nadzornih odbora, hi-kvadrat analiza nije pokazala nikakve velike razlike između poslovno uspješnih i poslovno neuspješnih poduzeća s obzirom na "regrutiranje" članova njihovih nadzornih odbora iz visokoobrazovnih/kulturnih institucija, šireg poslovnog sustava u sklopu kojega su konkretna poduzeća, iz redova političkih stranaka, specifičnih udruga i organizacija, iz inozemnih poduzeća. Međutim, uočljive su dvije statistički značajnije (vjerojatnosti) povezanosti između pojedinih varijabli: *članovi NO-a koji dolaze iz banaka ili drugih poduzeća i PIF-ova češće su u poduzećima-gubitašima nego u poslovno uspješnijim poduzećima* (Pearson = 12.770,  $p < .0001$ ); *slično, i predstavnici države u nadzornim odborima češće no drugi članovi NO nalaze se u poduzećima-gubitašima* (Pearson = 8.292,  $p < .006$ ). Te su razlike proizvod specifičnih načina na koji su pojedine banke, poduzeća i PIF-ovi dolazili do svojih vlasničkih udjela u poduzećima (kroz dokapitalizacije, pretvaranja potraživanja u uloge ili kroz masovnu privatizaciju) ili su pak - u slučaju države



kao (su)vlasnika – jednostavno posljedica stalne tendencije da se državi u portfelj ostavljaju poslovno loša poduzeća.

Kad je riječ o varijabli funkcije u NO-u (predsjednik NO-a kao predstavnik većinskog vlasnika – član NO-a kao predstavnik manjinskog vlasnika), nismo uočili značajnijih razlika u odgovorima naših ispitanika. Ipak, primijetili smo nekoliko vjerojatnih sveza između pojedinih varijabli. *Tako raspoloživi podatci sugeriraju da su predsjednici NO-a u većoj mjeri nego drugi članovi nadzornih odbora istodobno i članovima nekih drugih nadzornih odbora* (Pearson = 10.794,  $p < .002$ ). Od 30,1% članova NO-a koji su članovima i nekih drugih NO-a, njih 20,4% su predsjednici NO-a u poduzećima gdje smo ih anketirali. Zahvaljujući čemu slijedi to višestruko članstvo u nadzornim odborima – prema načelima podobnosti ili stručnosti, to je pitanje za sebe i ostaje za daljnju raspravu.

Kad je riječ o odnosu tipa vlasničke kontrole (izrazita – neizrazita) i drugih varijabli, također nismo uočili brojnije specifične povezanosti. No neke od uočenih vrijedi komentirati. Prvo, *u poduzećima gdje je izrazitija vlasnička kontrola, u nešto manjoj su mjeri predsjednici NO-a istodobno i članovima NO-a drugih poduzeća* (Pearson = 4.931,  $p < .032$ ). Primjerice, od 33,3% članova NO-a koji su istodobno i članovi nekih drugih NO-a, njih 14,8% nalazi se u poduzećima s izrazitom vlasničkom kontrolom, a 18,5% u poduzećima sa slabom vlasničkom kontrolom.

Drugo, *gledamo li pojedine većinske vlasnike u poduzećima, proizlazi da postoji statistički značajna razlika s obzirom na tip vlasničke kontrole osobito u poduzećima s pojedinačnim/ menadžerskim vlasništvom i u poduzećima čiji su većinski vlasnici druga domaća poduzeća ili PIF-ovi* (Pearson = 13.944,  $p < .003$ ).

Ovdje uočavamo i jednu zanimljivost: *najslabija je ali i najizrazitija vlasnička kontrola prisutna u dijelu poduzeća gdje su većinski vlasnici druga domaća poduzeća ili PIF-ovi*. Od 67,9% poduzeća s nejasnom vlasničkom kontrolom 23,7% nalazi se u većinskom vlasništvu domaćih poduzeća ili PIF-ova, ali jednako tako od 32,1% poduzeća s izrazitom vlasničkom kontrolom njih 14,5% ima za većinskog vlasnika neko drugo domaće poduzeće ili PIF-ove. Na drugome mjestu uočavamo menadžerska odnosno poduzeća s pojedincima kao većinskim vlasnicima: od 32,1% poduzeća s izrazitom vlasničkom kontrolom u 9,2% većinski su vlasnici menadžeri ili pojedinačni vlasnici izvan poduzeća.

Na kraju, *uočena je i jedna vjerojatnost povezanosti koja nam je osobito važna, a to je sveza između poslovne (ne)uspješnosti u posljednje tri godine i tipa vlasničke kontrole*. Naime, raspoloživi podatci upozoravaju nas na dvije tendenci-

je (Pearson = 7.630,  $p < .007$ ). S jedne strane, *što češće u poduzećima imamo izrazitiju vlasničku kontrolu, vjerojatnije je da ćemo u njima zateći i poslovanje s dobitima u posljednje tri godine*: od 32,5% poduzeća koje su ispitanici definirali kao poduzeća s izrazitom vlasničkom kontrolom, 19,5% poslovalo je uspješno u posljednje tri godine, a njih 13,0% s određenim gubicima. Ili, rečeno drugačije, od 57,7% poduzeća iz našeg uzorka koja su sami članovi NO-a definirali kao poslovno neuspješna, njih 44,7% ulazi istodobno u kategoriju poduzeća sa slabom vlasničkom kontrolom.

Što se tiče *druge tendencije, riječ je o sljedećem*: od 42,3% poslovno relativno uspješnih poduzeća u zadnje tri godine, njih 19,5% imaju izrazitu vlasničku kontrolu, ali 22,8% ne ulazi u kategoriju poduzeća s izrazitom vlasničkom kontrolom. Znači li to da možemo postaviti hipotezu kako tip vlasničke kontrole nije jedini činitelj poslovnog uspjeha naših poduzeća u proteklom razdoblju?

## STRATEGIJE POJEDINIH AKTERA I UNUTRAŠNJA KONTROLA PODUZEĆA

---

### Ponašanje menadžera i novih institucionalnih vlasnika (PIF-ova)

Kojim se strategijama u postizanju svojih ciljeva služe većinski vlasnici i menadžeri, odnosno ključni akteri privatizacije i korporacijske kontrole u Hrvatskoj? Odgovor na ovo pitanje potražiti ćemo temeljem podataka iz ovoga i istraživanja masovne privatizacije u Hrvatskoj, koje je rađeno 1998. godine. Držimo da je to moguće iz barem dva razloga. Prvo, oba su istraživanja kao ključne aktere unutrašnje kontrole u domaćim dioničkim društvima izdvojila zaposlene radnike, menadžere, državu, pojedinačne vlasnike i privatizacijske investicijske fondove (PIF-ove) kao nove institucionalne vlasnike. Drugo, dobar dio poduzeća privatiziran kroz masovnu privatizaciju dijelom je još uvijek ostao u portfelju HFP-a, a kako su u oba istraživanja menadžeri tih poduzeća ispitivani o različitim aspektima privatizacije i unutrašnje kontrole u "njihovim poduzećima", to nam dozvoljava da njihove odgovore i u jednom i drugom slučaju lakše uspoređujemo/interpretiramo.

Mogli bismo reći da je osnovna nakana ovoga poglavlja da, temeljem neposrednih empirijskih podataka o hrvatskom projektu masovne privatizacije,<sup>9</sup> opiše neke temeljne dimenzije novouspostavljenog odnosa između menadžera i novih institucionalnih vlasnika - privatizacijskih investicijskih fondova, te na taj način plastično opiše ponašanje menadžera i PIF-ova kao ključnih aktera za daljnju evoluciju korporacijske i menadžerske kontrole u Hrvat-

skim poduzećima. Bilo bi previše ambiciozno tvrditi da opisujemo odnos koji se na prikazani način bezuvjetno događa u većem dijelu hrvatskih poduzeća, a još manje da skiciramo reprezentativnu sliku cijelog hrvatskog gospodarstva. Riječ je o specifičnim uzorcima poduzeća i menadžera. No, smatramo da su oni dovoljno indikativni za postavljanje nekih širih hipoteza i za daljnja promišljanja ove teme.

*Institucionalni vlasnici i menadžersko preuzimanje  
poduzeća - (ne)željeni proizvodi privatizacijskih  
projekata*

Novi institucionalni vlasnici i pojava menadžerskog preuzimanja poduzeća proizvod su privatizacijskih i masovno-privatizacijskih projekata u postsocijalističkim zemljama započetih u posljednjih devet godina. Kako bismo i u hrvatskom kontekstu došli do određenih hipoteza u pogledu ponašanja novih institucionalnih vlasnika i menadžera u procesu masovne privatizacije, pogledajmo namah širi privatizacijski okvir ovih pojavnosti u Češkoj, Mađarskoj i Poljskoj.<sup>10</sup> Riječ je o zemljama koje: a) slove kao neslužbeni “prvaci privatizacije u Europi”, b) u sličnom su civilizacijsko-zemljopisnom krugu kao i Hrvatska, c) za njih postoje i određeni istraživačko-empirijski podatci o pretpostavkama, zamkama, provedbi i rezultatima masovne privatizacije.

Prvo što se mora primijetiti kad je riječ o problemu menadžerskog i zaposleničkog preuzimanje poduzeća, jest činjenica da se iza toga nazivom sličnog procesa zapravo kriju relativno različite politike i prakse u sve ove tri zemlje. Primjerice, zbog povijesnih činitelja, naravi prve postkomunističke elite i usvojenog modela povratka imovine bivšim vlasnicima (problem restitucije) te masovne privatizacije, Češka je bila u početku izrazito nesklona menadžerskom i zaposleničkom preuzimanju bivših državnih tvrtki (usp. J. Mladek, 1995.; M. Uvalić, 1999.; I. Hashi, 1999., D. Ostović, 1999.). Tvorci češkog privatizacijskog modela htjeli su masovnom privatizacijom i restitucijskim zakonodavstvom zadobiti širi vladarski legitimitet, osigurati potporu privatizaciji kroz duže razdoblje te spriječiti bivše komunističke direktore (nomenklaturu) da kroz otkup poduzeća stekne ekonomski povoljan status i u novim prilikama (usp. tablicu 34).

Mađarska je pak svojim zakonodavstvom još 1992. godine poticala zaposlenike na otkup poduzeća (ESOP - mađarska varijanta *employee stock ownership* programa), najčešće zapravo direktore poduzeća. Bio je to jedan od brzih

Tablica 34.  
Menadžersko i zaposleničko  
preuzimanje poduzeća

iako kasnije u javnosti i vrlo osporavanih načina privatizacije u okviru programa privatizacije malih poduzeća. Ipak, ne smijemo zaboraviti da su Mađari značajan dio državne imovine “sačuvali” za strance – strateške investitore, kroz druge programe privatizacije.

<i>Dimenzija</i>	<i>Češka</i>	<i>Mađarska</i>	<i>Poljska</i>
Posebno zakonodavstvo	ne	da	da
Oblik	MBO	formalno ESOP, EBO, u stvarnosti MEBO	MEBO
Veličina poduzeća	mala-srednja	mala-srednja	mala-srednja
Grane	trgovina, usluge, laka industrija	trgovina, usluge, laka industrija	trgovina, usluge, laka industrija
Financiranje	bankarski krediti glavnom poduzeću	bankarski krediti ESOP-u	najam – kupovina
Kontrola poduzeća	uprava (menadžment)	uprava (menadžment)	uprava (menadžment)
Glavni problemi	vraćanje “akvizicijskog duga”	vraćanje “akvizicijskog duga”	vraćanje “akvizicijskog duga”
Relativna važnost u privatizacijskoj strategiji zemlje	zanemariva	mala	značajna

Izvor: M. Bornstein, 1997.

Što se tiče Poljske, analitičari spominju da je još početkom devedesetih zakonodavstvo pružalo različite mogućnosti za radničko vlasništvo u poduzećima, no zbog političkih i drugih razloga “menadžerska privatizacija” najčešće se odvijala putem stečajeva bivših državnih poduzeća (J. Winiecki, 1995.). Najraširenija tehnika otkupa bio je “leveraged buy-out”: menadžeri i radnici kupovali su tvrtku plaćajući 30% od procijenjene vrijednosti kao ulog, a ostatak na pet godina. Istekom toga roka, postajali su stvarnim vlasnicima poduzeća! Ipak, općenito gledajući, tek su u Poljskoj tehnike MBO (*management-buy-out*) privatizacije poduzeća imale veću težinu u ukupnom procesu privatizacije.

U pogledu masovne privatizacije također postoje značajne razlike između ovih triju zemalja. Češka je građanima ponudila privatizacijske kupone – vaučere, putem kojih su se pojedinci natjecali za dionice poduzeća u držbovnim krugovima. Mađarska je svojim građanima ponudila kredite za kupovinu dionica odabranih poduzeća, a Poljska je građanima podijelila dionice investicijskih fondova, koji su u svom portfelju imali određena poduzeća.

Kako ovdje ne možemo ulaziti u detaljniju analizu drugih aspekata masovne privatizacije, čini nam se potreb-

nim da spomenemo tek neke argumente za i protiv masovne privatizacije koji su se javljali neposredno prije provedbe tih projekta u tim zemljama (usp. B. Milanović, 1991.; J. Mladek, 1995.; EBRD, 1998.). Naime, oni plastično upozoravaju na neke probleme koje masovna privatizacija ipak u sebi krije. Kako se čini, ona omogućuje u određenom kontekstu “demokratsku legitimaciju” privatizacije, ali po sebi nije jamstvo poslovne i upravljačke uspješnosti njome privatiziranih poduzeća (tablica 35).

*Zagovornici češke masovne privatizacije* polazili su od ovih argumenata. Prvo, mala štednja građana 1991. godine nije omogućavala kupnju većeg broja od ponuđenih 5.000 poduzeća, već prije (besplatnu) podjelu dionica. Drugo, poduzeća trebaju restrukturirati novi vlasnici nakon provedene privatizacije, a ne država prije toga. Treće, kako masovna privatizacija vodi disperziranom vlasništvu nad dionicama, menadžeri poduzeća – u strahu od gubitka kontrole nad poduzećima – tome će se manje opirati nego li prodaji poduzeća vanjskim investitorima (*outsiders*).

Tablica 35.

Masovna privatizacija kao izvorište privatizacijskih investicijskih fondova

<i>Dimenzija</i>	<i>Češka</i>	<i>Mađarska</i>	<i>Poljska</i>
Sustav podjele	besplatnim vaučerima se natječe na dražbama za dionice ponuđenih poduzeća	dionice ponuđenih poduzeća mogu se kupiti na javnim dražbama na petogodišnji kredit	podjela dionica nacionalnih investicijskih fondova (NIF) koji imaju oko 60% dionica ponuđenih poduzeća
Ukupnost izbora za građane	direktno natjecanje s kuponima za dionice poduzeća ili predaja vaučera investicijskim fondovima	koja veličina zajma, koja poduzeća odabrati	bez posebnih mogućnosti izbora
Investicijski fondovi (IF)	u početku je nastalo oko 450 (privatnih) IF-ova	nijedan	nastalo je 15 od države stvorenih NIF-ova (slično holding-društvima)
Korporacijsko upravljanje	možda kroz IF-ove i njihove upravljačke timove	rješivo preko strateških investitora	važna je uloga uprava vodećih NIF-ova, koji imaju kontrolne blokove dionica
Provedba	završena	izostala, nakon početnih pokušaja	pred završetkom
Relativna važnost u ukupnom privatizacijskom programu	velika	mala	velika

Izvor: M. Bornstein, 1997.

Četvrto, masovna privatizacija je mnogo transparentnija i poštenija od privatizacije kroz zatvorene ponude ili direktno pregovaranje. Peto, masovna privatizacija uz po-

moć vaučera djeluje i obrazovno na ljude, učeći ih na osobnom primjeru abecedi tržišnog gospodarstva. Šesto, masovna privatizacija će dobiti potporu ljudi, a time će se osigurati i većinsko izborno tijelo za sljedeće izbore.

Na drugoj strani, *protivnici masovne privatizacije* isticali su svoje argumente. Prvo, disperzirano vlasništvo onemogućuje efikasno korporacijsko upravljanje i jača ne-tržišno ponašanje menadžera. Drugo, organizacija vaučerskih dražbi je financijski i organizacijski zahtjevan posao. Treće, kroz masovnu privatizaciju država ostaje bez znatnog priljeva sredstava za državni proračun.

Kao što je poznato, Česi su prihvatili masovnu privatizaciju s uvjerenjem da je slobodan prijenos vlasništva nužan za brzu privatizaciju, da posljedice za korporacijsko upravljanje neće biti tako opasne i da izostanak državnih prihoda nije tako opasan kad proračunski manjkovi nisu toliko izraženi. *Gledano iz današnje perspektive*, dobar dio autora i ekonomskih analitičara smatra da je projekt masovne privatizacije u početku imao više dobrih no loših strana i da je doista bio prihvaćen u javnosti. Uostalom, na temelju toga Češka je postala svojevrsni inovator u području nestandardnih modela privatizacije. No, isto tako, izgleda da su problemi učinkovitog korporacijskog upravljanja u privatiziranim poduzećima vrlo prisutni (M. Bornstein, 1997.; D. Ostović, 1999.). Ti se problemi uglavnom tiču sposobnosti investicijskih fondova da na uspješan način restrukturiraju poduzeća u svom portfelju i izbjegnu različite oblike "menadžerskog ukopavanja" u njima.

### *Masovna privatizacija u Hrvatskoj: očekivanja glavnih aktera*

U Hrvatskoj je masovna privatizacija uslijedila nakon završene prve faze privatizacije, koja se odvijala u izrazito nepovoljnim društvenim i političkim prilikama, i usmjerena je na poseban segment stanovništva – stradalnike domovinskog rata, s nakanom da višestrukim učincima postigne određene socijalne i ekonomske učinke istodobno. No u odnosu na, primjerice, češki model masovne privatizacije koji je bio otvoren za sve građane, u Hrvatskoj je masovna privatizacija: a) "počivala" na participaciji jednog posebnog segmenta stanovništva (stradalnici domovinskog rata), b) došla je kao institucionalna inovacija u podmakloj fazi primjene hrvatskog modela privatizacije, koji je nastao kao kombinacija unutarnje i vanjske privatizacije uz snažnu državnu kontrolu cijeloga procesa i koji (kako ćemo vidjeti) ipak nije imao široku legitimaciju u javnosti, c) obuhvatila je poduzeća u kojima su uprave poduzeća u

prethodnom “privatizacijskom razdoblju” došle do određenih (su)vlasničkih udjela kroz financijske pothvate MBO i MEBO (*management-employee-buy-out*) (usp. D. Čengić, 1995.); d) njome su se pokušale (provedbeno) izbjeći neke pogreške uočene u Češkoj i u drugim zemljama, ponajprije vezane uz broj i djelovanje (privatizacijskih) investicijskih fondova (usp. D. Ostović, S. Ljubunčić, 1998.; D. Čengić, 1998.b).

Podsjetimo, program masovne privatizacije u užem je smislu proizašao iz *Zakona o privatizaciji*, iz ožujka 1996. godine.<sup>11</sup> Među glavnim je *službenim ciljevima programa*, između ostalih, i brža privatizacija (dionica) poduzeća koja su još uvijek bila (sve do kraja ove godine) u vlasništvu države. To se namjeravalo ostvariti kroz dražbovanje u tri dražbovna kruga (operacionalizirana tek 1998. godine), kroz koja su oko 230.000 građana Hrvatske trebali postati vlasnicima dionica do sada neprivatiziranih hrvatskih poduzeća, odnosno vlasnicima dionica nekog od možda i desetak privatizacijskih investicijskih fondova. Prema tome, osim privatizaciji poduzeća smjeralo se, kroz uključivanje šireg segmenta stanovništva, i bržem razvoju tržišta kapitala, tehnološkoj modernizaciji poduzeća te uvođenju novih metoda i vještina u proces upravljanja poduzećima, što bi na kraći i duži rok moglo ubrzati gospodarski rast cijele zemlje.<sup>12</sup>

Temeljni su elementi hrvatske masovne/kuponske privatizacije na razini službene javnosti bili *kuponi, dionice, država, individualni sudionici i privatizacijski investicijski fondovi*. Njima treba dodati još jedan važan “činitelj iz sjene” – *uprave poduzeća s popisa poduzeća HFP-a za masovnu privatizaciju* (471 poduzeće – usp. tablicu 36). *Kupon* je dokument kojim se utvrđuju prava *sudionika privatizacije* na dodjelu dionica. Na njemu je bio upisan broj bodova koji odgovara nominalnoj vrijednosti dionica na koje je sudionik imao pravo za prvu dražbu. Načelno govoreći, *sudionik-pojedinac* (stradalnik domovinskog rata) mogao je koristiti kupon na dva načina. Mogao ga je, u sklopu nultoga kruga dražbe, izravno uložiti u dionice poduzeća čije je sjedište na oslobođenom području ili ga koristiti za osobno sudjelovanje u sljedećim dražbovnim krugovima za dionice poduzeća koje su ponuđene s popisa poduzeća u sklopu dodjele dionica bez naplate.

U drugom slučaju, sudionik-pojedinac mogao je kupon uložiti u privatizacijski investicijski fond (PIF) i time zamijeniti kupon za dionice konkretnog fonda. Nakon toga fondovi su se nadmetali u dražbama za dionice poduzeća koristeći ukupno prikupljene kupone (za to im je trebao minimum od 100.000 milijuna privatizacijskih bodo-

va). Na kraju, pojedinci su se mogli i samostalno natjecati za dionice pojedinih poduzeća, izbjegavajući time posredništvo PIF-ova u dolasku do dionica pojedinih (tržišno bolje stojećih) poduzeća (usp. tablicu 36).

	<i>Uspješno dražbovana društva u I. krugu</i>	<i>Uspješno dražbovana društva u II. krugu</i>	<i>Uspješno dražbovana društva u III. krugu</i>	<i>Ukupno u sva tri kruga masovne privatizacije</i>
Broj	116	68	287	471
Temeljni kapital	2.451.284.741	3.388.169.735	6.443.650.921	12.283.105.397
Kapital za masovnu privatizaciju	865.014.926	847.451.104	1.945.494.465	3.657.960.495
% osnovne glavnice	35,29%	25,01%	30,19%	29,78%
Bodovna vrijednost kapitala	432.507.497,00	423.726.338,00	972.748.137,87	1.828.981.973
Početna dražbovna vrijednost	432.507.497,00	693.796.033,00	582.803.846,00	1.709.107.376
Broj individualnih ponuda	1.119	3.123	6.891	11.133
Individualne ponude u bodovima	8.690.265,00	25.963.714,00	54.350.968,00	89.004.947
Broj ponuda PIF-ova	130	138	1.267	1.535
Ponuda PIF-ova u bodovima	334.086.455,00	577.951.888,00	696.626.102,00	1.608.664.445
Broj ponuda ukupno	1.249	3.261	8.158	12.668
Ukupna ponuda u bodovima	342.776.720,00	603.915.602,00	750.977.070,00	1.697.669.392
Indeks relativne potražnje	79,253%	87,045%	128,856%	99,331

Izvor: D. Ostović, S. Ljubunčić, 1998.

Tablica 36.  
Prikaz i analiza dražbi  
masovne/kuponske  
privatizacije

*PIF* je po definiciji dioničko društvo osnovano (od različitih društava za upravljanje fondovima) jedino radi prikupljanja kupona od ovlaštenih sudionika i zamjene tih kupona na dražbama za dionice poduzeća s popisa Ministarstva privatizacije, odnosno Hrvatskog fonda za privatizaciju. PIF-ovi su trebali/mogli ulagati kupone u dionice onih poduzeća koja, prema ocjeni stručnjaka fondova, mogu postizati najbolje rezultate poslovanja. Time bi se se, kako se pretpostavljalo, postigla veća sigurnost ulaganja, smanjio ukupni rizik ulagatelja i dugoročno povećala dobit u odnosu na samostalno ulaganje građana, sudionika masovne privatizacije. Analitički gledano, ključni su *akteri hrvatske masovne privatizacije*: a) država i njezina tijela, b) individualni sudionici – stradalnici domovinskog rata, c) društva za upravljanje PIF-ovima, odnosno PIF-ovi, d) menadžeri poduzeća sa popisa HFP-a predviđenih za masovnu/kuponsku privatizaciju, e) različite interesne i neformalne grupe (udruge dioničara i slične). *Od svih njih najveću važnost, uz pretpostavku pridržavanja pravila fer igre, imali su država (Ministarstvo privatizacije, Hrvatski fond za privatizaciju), posjednici kupona,*



*menadžeri poduzeća u kuponskoj privatizaciji i sadašnji privatizacijski investicijski fondovi.*

*Što su navedeni akteri očekivali od masovne privatizacije?* Češki projekt masovne privatizacije upozorava nas da osebujan način provedbe određenog projekta može imati važne posljedice za gledišta građanstva, uključujući i njihovu volju da podrže buduće reforme i vjeru u nove institucije tržišta i demokracije. Osim toga, pođemo li od temeljnih teza teorije ovisnosti o prijednom putu (*path dependency theory*), izniklih u okvirima nove ekonomske sociologije (Swedberg, R. 1991.; A. Štulhofer, 1998.), možemo postaviti hipotezu da povoljno mišljenje o dosadašnjoj privatizaciji stvara i povoljniju percepciju projekta masovne privatizacije i potiče htijenja za sudjelovanje u projektu u ulozi dioničara (bilo samostalno bilo kroz fondove). Obrnuto, loša materijalna i životna situacija sudionika, zajedno s izraženim nezadovoljstvom prema dosadašnjem modelu hrvatske privatizacije, jača orijentaciju sudionika prema pretvaranju dionica kao vrijednosnih papira u opipljiv vrijednosni ekvivalent - novac.

Što se tiče *individualnih sudionika/posjednika kupona*, njihova percepcija projekta masovne privatizacije u bitnome ovisi o dvama činiteljima: o njihovom stajalištu prema dioničarstvu i privatizaciji upće te o njihovoj materijalnoj situaciji. Načelno govoreći, individualni sudionici/posjednici kupona od masovne privatizacije očekivali su: a) pomoć u obliku gotovine, b) ostvarenje mogućnosti da pojedinačno postanu dioničari boljih/uspješnijih poduzeća ili c) da postanu dioničari PIF-ova, koji bi s vremenom uvećali vrijednost dionica za vlastite dioničare.<sup>13</sup> Naši podatci pokazuju da posjednici kupona nisu *a priori* protiv dioničarstva kao takvog. Oni su prema njemu sumnjičavi ne samo zbog "lošeg sjećanja na privatizaciju" već i zbog svoje objektivne socijalne zbilje. Izbjeglički status (64% ih preko sedam godina živi u izbjeglištvu!) i niska primanja kućanstava kao strukturalne varijable određuju njihovu sklonost "gotovini ovdje i sada", a dionice su za golemu većinu tek neizvjesne "vrijednosnice neke daleke budućnosti".

*Država (vladajuća struktura)* je na eksplicitnoj/sluzbenoj razini imala također neka očekivanja od masovne privatizacije. U najmanju ruku željela je novi razvoj dioničarstva (na razini pojedinaca i institucionalnih aktera) i tržišta kapitala kroz smanjenje portfelja HFP-a i kroz kotiranje PIF-ova na burzi. Cinično pak promatrajući, gleda li se ekonomska (ne)uspješnost poduzeća s popisa za masovnu privatizaciju, proizlazi da se država htjela riješiti i dijela vrlo loših poduzeća. Osim toga, dionicama u funkciji i djelomične naknade za ratna stradanja trebala se osigurati

šira potpora javnosti ne samo sadašnjem projektu kuponske privatizacije već, makar *postfestum*, i dosadašnjem modelu privatizacije općenito.<sup>14</sup>

S druge strane, *društva za upravljanje privatizacijskim investicijskim fondovima* od samog su početka projekta polazili od vlastitih ekonomskih i vlasničkih interesa. Njihova je ocjena privatizacije uglavnom ovisila o dva temeljna činitelja: od procjene kvalitete poduzeća koje je država ponudila za kuponsku privatizaciju i od broja kupona koje su mogli prikupiti kroz dražbovne krugove i na druge dozvoljene načine. Fondovi po definiciji prikupljaju kupone individualnih sudionika i u zamjenu za njih daju im vlastite dionice; oni formiraju tržišno što povoljniji portfelj poduzeća masovne privatizacije u svome vlasništvu; nastoje kroz razvoj posebnih strategija korporacijskog upravljanja postići: a) brzu optimalizaciju portfelja, b) što bržu prodaju boljih ("unovčivih") poduzeća strateškim investitorima. Dakle, PIF-ovi su imali sljedeća očekivanja i ciljeve: da im država ponudi što atraktivnija poduzeća za mogući portfelj poduzeća, da privuku što više posjednika kupona u svoj PIF, da osvoje što veće vlasničke udjele u "boljim poduzećima" i da bude – radi manje konkurencije – što manje PIF-ova.

Najzad, što reći o *ponašanju menadžera poduzeća* i njihovoj slici cijeloga projekta? Oni se ovdje javljaju ili kao unajmljeni profesionalci (bez (su)vlasništva u poduzećima) ili pak u dvostrukoj ulozi menadžera i (su)vlasnika. U obje te uloge jedno im je zajedničko: želja za očuvanjem i jačanjem već dosegnute razine menadžerske kontrole poduzeća. Ako su kroz dosadašnji tijek masovne privatizacije očuvali dosegnutu razinu menadžerske kontrole i/ili još i povećali svoj možebitni vlasnički udio, onda će iz cijeloga procesa izaći statusno još snažniji no što su to bili do sada.

Imajući u vidu dosadašnje privatizacijsko iskustvo (i određena parcijalna istraživanja – D. Čengić, 1995., 1998.) *polazimo od hipoteze da u većini poduzeća masovne privatizacije postoji ovaj ili onaj oblik menadžerske kontrole, često praćen i (su)vlasničkim statusom rukovodećih ljudi poduzeća u tim istim poduzećima*. Suočeni s nadolazećom neizvjesnošću u pogledu načina djelovanja novih (institucionalnih) vlasnika, menadžeri će razviti različite strategije obrambenog ponašanja, u kojima će moguće povećanje (su)vlasničkih udjela imati važno mjesto.

Prema tome, pretpostavljamo da su menadžeri poduzeća kuponske privatizacije bili ponajprije zabavljeni sljedećim, za njih važnim temama: *kako sačuvati i/ili ojačati menadžersku kontrolu poduzeća i opstati pod novim vlasničkim uvjetima, kako povećati vlastiti (su)vlasnički udio u poduzeći*

ma, pogotovo ako je on i dalje jedan od temelja njihove profesionalne legitimacije u tim poduzećima. I posve na kraju: iznova su suočeni i s problemom povećavanja poslovne uspješnosti poduzeća kojima rukovode jer će se od njih tražiti veća poslovna uspješnost i brže smanjenje troškova no što je to bio slučaj u vrijeme mirnodopske “rentijerske sinekure” (D. Ostović, 1999.).

Drago Čengić  
**Vlasnici, menadžeri i kontrola poduzeća**

Shema I.  
Glavni akteri masovne privatizacije u Hrvatskoj: uloge i očekivanja

	<p><b>Država (HFP, Ministarstvo privatizacije)</b> *kreator ključnih pravila igre *očekivanja: - razvoj dioničarstva - razvoj PIF-ova kao korporacijskih upravljača - dionice kao naknada za ratna stradanja - legitimacija masovne i prethodne privatizacije u očima javnosti</p>	
<p><b>Individualni sudionici/posjednici kupona</b> *nominalni vlasnici kupona i/ili dionica poduzeća *očekivanja: - da postanu dioničari uspješnijih poduzeća - da pretvore kupone/dionice u gotov novac - da postanu dioničari PIF-ova</p>	<p><b>Dionice poduzeća masovne privatizacije kao socio-ekonomska vrijednost za sve aktere</b></p>	<p><b>Privatizacijski investicijski fondovi (PIF)</b> *prikupljaju kupone individualnih sudionika i u zamjenu im daju vlastite dionice *očekivanja: - žele tržišno što povoljniji portfelj poduzeća u svome vlasništvu - žele da država ponudi što bolja poduzeća za masovnu privatizaciju - žele bolja poduzeća prodati strateškim investitorima - žele privući što više posjednika kupona u svoj PIF - žele što više poduzeća u većinskom vlasništvu - žele da bude što manje PIF-ova</p>
	<p><b>Menadžeri poduzeća masovne privatizacije</b> *kao (su)vlasnici poduzeća osuđeni su na diobu vlasništva s novim partnerima *očekivanja: - zadržavanje i/ili jačanje menadžerske kontrole - povećanje vlasničkog udjela - smanjenje ili povećavanje poslovne uspješnosti</p>	

U odnosu na posjednike kupona, koji su posebna kategorija stanovništva, i kao takvi i vrlo specifičan akter masovno-privatizacijskog projekta, akter koji dugoročno u tom projektu može dobiti ali i vrlo malo izgubiti, osim eventualno nekih iluzija, menadžeri poduzeća su, uz društva za upravljanje PIF-ovima i menadžere PIF-ova, jedan od “najranjivijih” aktera projekta. Jedino bi oni masovno-privatizacijskim projektom mogli mnogo toga izgubiti u odnosu na dosadašnju situaciju.

### *Menadžeri: socioprofesionalni profil i poželjna vlasnička struktura poduzeća*

Kad je riječ o percepciji dosadašnje privatizacije, menadžeri su zapravo dijelili istu sliku privatizacijskih učinaka s posjednicima kupona. I jedni i drugi izrazito je negativno ocjenjuju. Prema mišljenju menadžera i posjednika kupona, privatizacija je uglavnom dovela do bogaćenja malog broja ljudi bez suvišnog rada ( $m = 4.18$ , odnosno  $m = 4.16$ , na ljestvici od 1 do 5) i do popune državnog proračuna ( $m = 2.79$ , odnosno  $m = 3.00$ ). Dok posjednici kupona među prvih pet ostvarenih ciljeva privatizacije, osim spomenutih, ubrajaju još i razvoj političkih sloboda svih građana u zemlji, porast broja dioničara među običnim građanima i ulaganje stranog kapitala u naša poduzeća, dotle menadžeri ističu mogućnosti za stjecanje zarade/profita, određenje vlasnika radi boljeg upravljanja poduzećima i postizanje što boljeg vlasničkog položaja u društvu.

Kazano drugačije, i menadžeri s izrazitim stupnjem slaganja – poput stradalnika – na prvo mjesto među (ne)željenim posljedicama privatizacije stavljaju socijalno posve dezintegracijski proces, a to je proces proizvodnje nove bogataške elite bez napornog rada. No, menadžeri ističu da je privatizacija ipak dala novi legitimitet zarađivanju (profitu), jasnije odredila vlasnike poduzeća (nakon formalno bezvlasničkog “samoupravnog modela”) te stvorila bolje šanse za postizanje poželjnih vlasničkih položaja u društvenoj strukturi. Ovaj je nalaz sukladan našim ranijim istraživanjima (D. Čengić, 1995.) i potvrđuje tezu da menadžeri, uza sve moguće zamjerke privatizaciji, prihvataju one aspekte privatizacije koji dodatno legitimiraju njihovu menadžersku i (su)vlasničku ulogu.<sup>15</sup>

Kontekst menadžerskih odgovora donekle oslikavaju sljedeći podatci o poduzećima kojima rukovode (tablica 37).

Tablica 37.  
Struktura poduzeća anketiranih  
menadžera prema tipu  
vlasništva (%)

1. javno poduzeće/ustanova	0,0
2. neprivatizirano poduzeće u državnom vlasništvu	10,3
3. mješovito poduzeće (dijelom privatizirano)	69,2
4. posve privatizirano/privatno poduzeće	18,8
5. ostalo	1,7

Prema očekivanju, riječ je o dijelom privatiziranim poduzećima (gotovo 70% ima mješovitu vlasničku strukturu, a 10,3% su klasična državna poduzeća). Zanimljivo je da 18,8% menadžera misli da je njihovo poduzeće posve

privatizirano; to tumačimo mogućnošću da su u njima vlasnički udjeli države/državnih fondova tako mali da se već može smatrati kako su to klasična privatna poduzeća. No i kao takva našla su se na popisu poduzeća HFP-a za kuponsku privatizaciju.

S obzirom na područja djelatnosti, relativna većina poduzeća iz našeg uzorka djeluje u industriji i rudarstvu (43,6%), zatim u trgovini (14,5%) te u ugostiteljstvu i turizmu (13,7%). Uglavnom, anketirani dolaze iz klasičnih privrednih poduzeća. Distribucija poduzeća prema broju zaposlenih ima "težišnicu" na poduzećima između 101 i 500 radnika: takvih je poduzeća u našem uzorku 42,7%, a iza njih slijede mala poduzeća do 50 radnika (22,2%) nešto preko petine poduzeća s 51 do 100 radnika (21,4%). Prosječno, poduzeća u kojima rade naši ispitanici imaju 270 radnika, što znači da ulaze u poduzeća srednje veličine prema nekim domaćim mjerilima.

U odnosu na 1991. godinu broj zaposlenih radnika znatno je smanjen u gotovo svakom poduzeću. Primjerice, dok je sadašnji prosječan broj radnika u obuhvaćena 124 poduzeća 270 zaposlenih, 1991. godine u njima je bilo 485 zaposlenih radnika. To znači da su i ova poduzeća, kroz razdoblje novih uvjeta poslovanja (od 1991. godine do danas), svoje prilagođavanje novim situacijama na tržištu i u institucionalnoj okolini provodila kroz veliko smanjenje radne snage i otpuštanje zaposlenih radnika. S druge strane, preko polovice poduzeća kojima rukovode naši ispitanici prisutna su kao izvoznici na nekom od stranih tržišta: 56,8% deklarira se kao izvoznici, dok 43,2% poduzeća posluju samo na domaćem tržištu. Pri tome je važno istaknuti da tu nema dominacije nekih "totalnih izvoznika", jer je prosječan udio izvoza u ukupnom prihodu poduzeća oko 27,5%, a distribucija poduzeća prema tom kriteriju uključuje značajan broj poduzeća u kategoriji izvoza od 16 - 30%, kao i one s izvozom od 31 - 60% u odnosu na ukupan prihod poduzeća.

Prema *tipu (su)vlasničkog statusa* u poduzećima kojima rukovode oni u golemoj (dvotrecinskoj) većini imaju određen, mahom manjinski (su)vlasnički status (tablica 38). *Ti me je potvrđena naša uvodna hipoteza da je većina menadžera svoj rukovodeći status u privatizaciji htjela dodatno ojačati kroz određene (su)vlasničke udjele.* Kao što se vidi, relativna većina menadžera ima dionice koje im ne omogućuju većinsku kontrolu poduzeća. Među njima nalazimo svega 6,9% ispitanika koji imaju većinsku kontrolu poduzeća/tvrtke (6,0%), odnosno potpunu vlasničku kontrolu poduzeća/tvrtke (0,9%).

Drago Čengić  
**Vlasnici, menadžeri i  
kontrola poduzeća**

Tablica 38.

Struktura menadžera  
prema (su)vlasničkom  
statusu u poduzećima  
gdje rukovode (%)

1. nemam dionice	28,2
2. imam dionice koje mi ne omogućuju kontrolu poduzeća/tvrtke	64,1
3. imam dionice koje mi omogućuju većinsku kontrolu poduzeća/tvrtke	6,0
4. imam dionice koje mi omogućuju gotovo potpunu vlasničku kontrolu poduzeća/tvrtke	0,9

Naznačeni (su)vlasnički udjeli rezultat su prethodne, tako negativno ocijenjene privatizacije u kojoj su (prema rangovima učestalosti pojedinih odgovora) glavna financijska sredstva privatizacije “njihovih” poduzeća bila: osobna sredstva zaposlenih radnika, osobna sredstva rukovodilaca/menadžera, zajmovi domaćih banaka (uglavnom čitaj: menadžerski krediti), uštedovina poduzeća (?) te domaći privatni kapital izvan poduzeća (usp. D. Čengić, 1995.; N. Čučković, 1998.). One su, zatim, rezultat i dužeg poznavanja sadašnjeg poduzeća, povoljnih promjena u okolini poduzeća nakon 1990. godine, a vjerojatno i neformalnih saveza uprava iz poduzeća s lokalnim političkim grupama iz neposredne okoline.

Naime, podatci o godinama postavljenja na sadašnju funkciju sugeriraju nekoliko zaključaka. Prvo, velika većina anketiranih menadžera na sadašnji je rukovodeći položaj došla iz istoga poduzeća kojim trenutačno rukovode (73,5%). Drugo, na sadašnji su rukovodeći položaj u gotovo većini (82,9%) došli 1990. godine ili kasnije (prosječno najviše oko 1992. godine!), što znači da je njihova osobna upravljačka promocija ili nastupila ili još jednom bila potvrđena uoči/početakom velikih društvenih promjena u zemlji.

U vlasničkoj strukturi poduzeća uz očekivano prosječno najveće vlasničke udjele države i njezinih fondova te HFP-a (49,4%), najveći su vlasnici, po prosječnom vlasničkom udjelu, zaposleni radnici (24,9%). Sukladno i prethodnim podacima, menadžeri su sudionici vlasničke strukture poduzeća s prosječno 4,7% dionica. Ovdje nalazimo i pojedince – većinske vlasnike s prosječno 10,3% dionica (tablica 39).

Tablica 39.  
Struktura vlasnika prema  
(su)vlasničkom statusu u  
poduzećima (%)

<i>Dioničari</i>	<i>Prosječni vlasnički udjel</i>
1. država i državni fondovi	49,4
2. zaposleni radnici (bez menadžera)	24,9
3. pojedinac –većinski vlasnik	10,3
4. mali dioničari izvan poduzeća	5,7
5. menadžeri	4,7
6. domaće banke	3,1
7. inozemni vlasnici	1,7
8. ostalo	4,6

Naznačeni prosječni vlasnički udjeli ne govore nam o broju poduzeća iz kojih su izvedeni; međutim, imajući na umu narav uzorka, oni slikovito pokazuju da uz državu, kao jedinog velikog vanjskog dioničara, u dobrom dijelu poduzeća gdje rade anketirani menadžeri dominiraju zaposleni radnici i pojedinci-većinski vlasnici. Uglavnom, riječ je o klasičnim “unutrašnjim vlasnicima” (“insideri”), jer je i dio tzv. pojedinaca-većinskih vlasnika zapravo iz redova anketiranih menadžera.

U prilog tom zaključku ide i (auto)percepcija ključnih činitelja poslovne politike i utjecaja pojedinih aktera u poduzećima (tablica 40). Kao što vidimo, *i uz postojeću vlasničku strukturu, menadžeri osobno i njihovi – relativno maleni timovi (prosječno četiri člana) – imaju odlučujući utjecaj na oblikovanje poslovne politike i druge važne odluke u tim poduzećima*. Procjena je njihova utjecaja relativno velika, jer se približava četvrtom stupnju utjecaja od pet mogućih ( $m = 3.82$ ,  $m = 3.74$ ). Možemo pretpostaviti da je ovdje zapravo riječ o poduzećima s klasičnom menadžerskom kontrolom svih ključnih unutar – organizacijskih varijabli. Nadzorni odbori tih poduzeća, formalno službeni opunomoćenici vlasnika, iz više razloga (a svi se dobrim dijelom tiču pitanja (ne)uspješnog korporacijskog upravljanja) imaju manji utjecaj na poslovnu politiku poduzeća.

	<i>X</i>
1. menadžer osobno	3.82
2. menadžerski tim	3.74
3. nadzorni odbor d.d.	3.29
4. državni i zakonodavni propisi	3.18
5. banke	2.48
6. zaposleni radnici	2.13
7. kuponska privatizacija	2.07
8. skupština dioničara	2.02
9. sindikati	1.82
10. političke grupe u okolini poduzeća	1.56
11. udruga malih dioničara	1.55

Ljestvica: od 1 do 5, pri čemu vrijedi: 1 = vrlo mali, 5 = vrlo veliki.

**Tablica 40.**

Stupanj utjecaja pojedinih aktera na poslovnu politiku poduzeća pri sadašnjoj vlasničkoj strukturi (prosječne vrijednosti)

Zanimljiva su ovdje još dva podatka. Naime, državni i zakonodavni propisi u razmjerno visokoj mjeri utječu na poslovno ponašanje anketiranih menadžera ( $X = 3.18$ ); ovdje se vjerojatno radi o neposrednu utjecaju niza zakonskih i pratećih propisa koji su regulirali određene uvjete poslovanja za ta poduzeća i prije samih propisa koja su

Tablica 41.  
Činitelji poslovne politike –  
faktorska struktura

<i>Naziv faktora</i>	<i>Varijable</i>	<i>Vrijednosti</i>	<i>Varijanca (%)</i>
1. Interesna okolina	sindikati	.82	35.2
	državni i zakonodavni propisi	.73	
	banke	.72	
	političke grupe u okolini poduzeća	.71	
	masovna privatizacija	.54	
2. Dioničarska kontrola	skupština dioničara	.83	11.7
	nadzorni odbor dioničkog društva	.74	
	udruga malih dioničara	.61	
	zaposleni radnici	.53	
3. Menadžerska kontrola	menadžer osobno	.80	11.0
	menadžerski tim	.76	

*Napomena:* zasićenja < .40, varimax rotacija, uz Kaiserovu normalizaciju, 57,9% od ukupne varijance

odredila ključna institucionalna “pravila igre” u projektu masovne privatizacije. Takvu interpretaciju podržava i vrlo nizak stupanj utjecaja kuponske privatizacije na trenutačnu poslovnu politiku poduzeća ( $X = 2.07$ )

Provedena faktorska analiza otkriva nam da se iza tih prosječnih vrijednosti kriju barem tri relativno objašnjive latentne dimenzije (tri faktora, 57,9% varijance), čijim se iščitavanjem lakše mogu tumačiti navedeni činitelji poslovne politike u barem još nekom vremenskom razdoblju (tablica 41).

Kao što vidimo, sadašnji uvjeti poslovanja, veze s poslovnim partnerima i bankama, prethodni “aranžmani” poduzeti za preuzimanja poduzeća i određenih (su)vlasničkih udjela, sadašnja vlasnička struktura i upravljački “know-how” odražavaju se u tri ključna činitelja poslovne politike poduzeća masovne privatizacije. Za jedan dio menadžera sadašnji poslovni potezi pod najvećim su *utjecajem strukture interesa iz samog poduzeća i njegove okoline* (sindikati, propisi, banke, političke grupe u okolini poduzeća, utjecaj masovne privatizacije). Ta je interesna struktura vjerojatno povezana i s izrazito lošim poduzećima (što onda izaziva jače djelovanje sindikata i banaka kao vjerovnika), ali i s boljestojećim poduzećima (prema kojima određene (su)vlasničke interese mogu imati lokalne političke elite u okolini poduzeća). S druge strane, tu su još i poduzeća u kojima su ključni činitelji poslovne politike *dioničari* (drugi faktor) te *sami menadžeri*.

Prema tome, uočena faktorska struktura potvrđuje da su u značajnom broju poduzeća prisutne vlasnička i menadžerska kontrola poslovanja, dok je u jednom broju poduzeća poslovna politika pod utjecajem različitih (drugih) interesnih struktura. Ulazak PIF-ova kao novih vlasnika u takva poduzeća i nametanje nekih novih “pravila poslo-



vanja” već u početku znači latentan sukob s tim “nositeljima ukorijenjenih interesa”.

Ako je utjecaj menadžera već tako velik u našim poduzećima, znači li to da su oni posve zadovoljni postojećim vlasničkim udjelima? Misle li da bi “buduće potrebe razvoja poslovanja” u njihovu poduzeću zahtijevale drugačiju vlasničku strukturu (tablica 42)?

Drago Čengić  
**Vlasnici, menadžeri i kontrola poduzeća**

Tablica 42.

Sadašnji i poželjni vlasnički udjeli pojedinih vlasnika u anketiranim poduzećima (prosječni postotci vlasništva nad dionicama)

Dioničari	Prosječni vlasnički udjel u %		
	Sada	Poželjan u budućnosti	+/- %
1. država i državni fondovi	49,4	5,8	-43,6
2. zaposleni radnici (bez menadžera)	24,9	24,9	0
3. pojedinac-većinski vlasnik	10,3	26,7	+16,4
4. mali dioničari izvan poduzeća	5,7	9,4	+3,7
5. menadžeri	4,7	23,8	+19,1
6. domaće banke	3,1	8,0	+4,9
7. inozemni vlasnici	1,7	16,0	+14,3
8. ostalo	4,6	3,6	-1,0

Prvo, lako ćemo primijetiti da je *masovna privatizacija izašla ususret željama većine menadžera time što uklanja državu u ulogu većinskoga vlasnika*. U ovoj situaciji bila je to i želja države same, jer je to jedan od razloga samog projekta masovne privatizacije. Država bi s prosječnih gotovo 50,0% vlasničkog udjela trebala pasti na 5,8% vlasništva. Time bi njezina, u mirnim vremenima pogodna, a u kriznim situacijama često i neugodna vlasnička kontrola bila prepuštena nekim drugim akterima. Kome? Najkraći odgovor bi, pretpostavljamo, bio: menadžerima i mogućim partnerima u poželjnim savezima.

To sudimo prema ovim podacima: a) (su)vlasnik čiji bi dioničarski udio trebao najviše rasti upravo su menadžeri; njihov bi (su)vlasnički udio sa sadašnjih prosječnih 4,7% trebao porasti na prosječnih 23,8% (za 19,1%); b) nakon menadžerskoga, trebao bi znatno porasti i (su)vlasnički udio pojedinaca-većinskih vlasnika: s prosječnih 10,3% na prosječnih 26,7%, dakle za prosječno 16,4%; napokon, udio inozemnih vlasnika također bi trebao značajnije porasti: sa sadašnjih prosječnih 1,7% na 16,0% (porast za prosječnih 14,3%).

Ovi podatci nukaju i na neka druga pitanja. Primjerice, što znači naglašavanje pojedinca kao većinskog vlasnika? Je li ta “čežnja” za većinskim vlasnikom tek pokušaj smanjenja transakcijskih troškova unutar poduzeća, jer kompleksnija vlasnička struktura zahtijeva više i vremena i

energije na usuglašavanju interesa i poslovnih (pragmatičnih i taktičko-strateških) poteza? Ili je u pitanju pribavljanje novog i jakog saveznika, koji bi među radne dijelove poduzeća (zaposlenici) lakše uveo red, rad i disciplinu umjesto menadžera? I u toj varijanti upravljanje bi bilo olakšano, a negativne konotacije takvog stila upravljanja lakše bi se prebacile na novog vlasnika.

U svakom slučaju, sudeći prema našim podacima, menadžeri smatraju da radničke dioničarske udjele ne treba više povećavati. S druge strane, činjenica da žele znatno povećati vlastite vlasničke udjele svjedoči da oni i u budućnosti u velikoj mjeri žele svoj profesionalni legitimitet utemeljiti i na (su)vlasništvu u poduzećima. To znači da na dulji rok promatraju vlastiti položaj kao dvojstvo (su)vlasnika i profesionalnog upravljača.

Ostaje otvoreno pitanje što će se dogoditi ako se u ulozi većinskog pojedinačnog vlasnika umjesto pojedinca nađu PIF-ovi? Hoće li i oni biti podobni partneri za velike saveze unutar tvrtki ili će izazvati konsternaciju u menadžerskim redovima? Tim više što će PIF-ovi biti prisiljeni od samoga početka osmisliti vlastite portfelje s obzirom na mogućnosti prodaje pojedinih poduzeća i s obzirom na mogućnosti smislenog upravljanja preostalim poduzećima u njihovu portfelju. I fondovi će se susresti s problemom pronalaska platežno sposobnih kupaca za dio svojih poduzeća; pitanje je hoće li ih naći na domaćem tržištu ili u inozemstvu? A kada ih i pronađu, a to će s obzirom na "unovčivost" pojedinih poduzeća biti vrlo teško, ponovno će se postaviti pitanje primjerene vlasničke strukture. Pitanje je, naime, kad se i nađe kupac za pojedino poduzeće, hoće li ga on htjeti kupovati bez mogućnosti stjecanja većinske kontrole?

### *Novi vlasnik i očekivani potezi*

Uočeni jaz između sadašnje i menadžerski poželjne vlasničke strukture poduzeća, koju će, barem što se tiče pretpostavljenog smanjenja državnog vlasništva u njima, umnogome odrediti masovna privatizacija, pokazuje da su menadžeri itekako svjesni skorih mijena vlasničke strukture poduzeća i neizvjesnosti koje taj proces sa sobom nosi. Pitanje je hoće li, zapravo, masovna privatizacija dovesti do (većeg) usitnjavanja ili do (veće) koncentracije vlasništva u "njihovim" poduzećima?

Većina menadžera (51,2%) smatra da će ipak doći do koncentracije vlasništva u rukama novih vlasnika (tablica 43). Po njima, bit će to u većini slučajeva vlasnička koncentracija u obliku pojave nekolicine novih vlasnika, a tek iza toga dolaze slučajevi gdje će se vlasništvo koncentrirati u rukama samo jed-

*nog čovjeka.* Teza o nastupajućoj koncentraciji vlasništva nad dionicama poduzeća pokazuje da bi proces upravljanja tvrtkom (nadzor dioničara nad upravom) mogao biti nešto jednostavniji i jači, jer ne bi zahtijevao dugačak proces usklađivanja interesa brojni(ji)h suvlasnika kao sada. Istodobno, prognoza da bi većina poduzeća završila u rukama nekolicine novih vlasnika a u mnogo manje slučajeva u rukama pojedinaca, znači da za preuzimanje poduzeća treba dosta kapitala. Taj kapital lakše će pribaviti udruženi preuzimatelji negoli (kapitalom) osamljeni pojedinci. Zanimljivo je da 28,2% menadžera misli da će vlasnička struktura ostati približno ista, dok 10,3% misli da će doći do još većeg usitnjavanja vlasničke strukture. Prema tome, *zaključno možemo reći da većina menadžera (61,5%) očekuje značajnije promjene vlasničke strukture, pri čemu je najizglednije da će doći do koncentracije vlasništva u rukama nekolicine vlasnika.*

1. vlasnička struktura ostat će približno ista	28,2
2. doći će do još većeg usitnjavanja vlasničke strukture	10,3
3. doći će do koncentracije vlasništva u rukama nekolicine vlasnika	33,3
4. doći će do koncentracije vlasništva u rukama samo jednog vlasnika	17,9
5. nešto drugo	2,6
6. nismo predviđeni za kuponsku privatizaciju	4,3

**Tablica 43.**

Utjecaj masovne privatizacije na vlasničku strukturu poduzeća (%)

1. zaposleni radnici	5,1
2. zaposleni radnici i menadžeri poduzeća	11,1
3. samo menadžerski tim poduzeća	2,6
4. netko od lokalnih poduzetnika	11,1
5. netko od velikih hrvatskih poduzetnika	13,7
6. neka od domaćih banaka	4,3
7. država/državni fondovi	0,9
8. inozemni vlasnik	7,7
9. investicijski fondovi	13,7
10. netko drugi	4,3
11. neće doći do koncentracije vlasništva	15,4
12. nismo predviđeni za kuponsku privatizaciju	4,3

**Tablica 44.**

Menadžerska slika novih (većinskih) vlasnika poduzeća (%)

No, tko bi zapravo imao najveći vlasnički udio u poduzećima nakon masovne privatizacije? Treba reći da percepcija nove vlasničke strukture obuhvaća već i postfondovsko razdoblje, tj. razdoblje u kojem će fondovi dio poduzeća iz vlastita portfelja prodati nekome od potencijal-

nih kupaca, bilo strateških bilo *portfolio* ulagača. Prvo što uočavamo jest relativna raznolikost moguće (nove) vlasničke strukture (tablica 44). Ne može se reći da je ijedan od mogućih novih vlasnika dominantan. Drugo, uočljivo je da gotovo jedna petina anketiranih menadžera misli da će novi, većinski vlasnici doći iz nove hrvatske poduzetničke elite: 13,7% izjavljuje da će to biti netko od velikih hrvatskih poduzetnika, a 11,1% da će to biti netko od lokalnih poduzetnika.

Takav je pogled na novu vlasničku strukturu temeljen i na određenom uvidu u postotak dionica koji je potreban novom vlasniku za stjecanje odlučujuće kontrole nad poduzećima. Sudeći prema ovim podatcima, postoji nekoliko grupa poduzeća s obzirom na vrstu "vlasničkog preuzimateljskog postotka" (tablica 45).

Tablica 45.  
Percepcija kontrolnih paketa  
dionica potrebnih za stjecanje  
kontrole nad poduzećem (%)

1. do 10%	15,4
2. 11 do 20%	5,1
3. 21 do 30%	12,8
4. 31 do 40%	4,3
5. 41 do 50%	6,0
6. 51% i više	32,5
7. to je teško procijeniti	25,6
8. nismo predviđeni za kuponsku privatizaciju	3,4

Prvo, u većini slučajeva (32,5%) za postizanje većinske kontrole trebat će kupiti 51,0% i više dionica poduzeća; vjerojatno se u takve pothvate mogu upustiti kapitalom veliki (inozemni) "igrači", odnosno udruženi ulagači. Zatim, postoji jedna, upola manja, grupa poduzeća (15,4%) gdje se kontrolni vlasnički paket mogao steći otкупom do 10,0% dionica; vjerojatno će u takvim situacijama kao vlasnički kandidati sudjelovati i sami menadžeri i pojedinci izvan poduzeća. Treće, tu je i jedna, postotno manje zastupljena, grupa poduzeća (12,8%) u kojima je za kontrolni vlasnički paket novi vlasnik trebao otкупiti između 21,0% i 30,0% dionica. Iako značajan postotak ispitanika nije odgovorio na ovo pitanje (29,0%), čini se kako *možemo zaključiti da poduzeća masovne privatizacije omogućuju pojedincima, grupama i institucionalnim investitorima (kao što su PIF-ovi) stjecanje većinskih vlasničkih paketa kroz vrlo veliki raspon postotaka dionica. Potencijalno, takva situacija omogućuje većem broju kapitalom različitih (domaćih i stranih) aktera da se natječu za dioničarsku dominaciju u tim poduzećima.*

Ovdje se sada susrećemo s jednim važnim pitanjem: zamislimo li za trenutak da među novim vlasnicima neće

dominirati menadžerske grupe i radnici, koji će biti prvi potezi novoga vlasnika (tablica 46).

1. vlasnička struktura neće se bitnije mijenjati	26,5
2. bit će ugroženi sadašnji poslovni planovi poduzeća	21,4
3. mogla bi se ugroziti sigurnost postojećih radnih mjesta	38,5
4. doći će do promjene cijele uprave	17,9
5. novi vlasnik će donijeti novi kapital u poduzeće	14,5
6. doći će do promjene samo čelnih ljudi uprave	20,5
7. vršit će se pritisak na menadžere da prodaju svoje vlasničke udjele	3,4
8. poslovna autonomija uprave bit će onemogućena	24,8
9. porast će utjecaj interesnih grupa izvan poduzeća na poslovnu politiku poduzeća	24,8
10. nešto drugo	10,3

Tablica 46.

Posljedice pojave novog većinskog vlasnika na poduzeće kao cjelinu (%)

*Prema mišljenjima anketiranih menadžera, na prvom mjestu, kad je riječ o poduzeću kao poslovnoj cjelini, može se očekivati da će novi vlasnik/vlasnici: ugroziti sigurnost postojećih radnih mjesta, onemogućiti poslovnu autonomiju uprave i dovesti do većeg utjecaja interesnih grupa izvan poduzeća na poslovnu politiku poduzeća. Jasno, iz te perspektive bit će ugroženi i sadašnji poslovni planovi poduzeća, a vjerojatno će se mijenjati čelni ljudi uprava ili čak i cijele upravljačke grupe.<sup>16</sup>*

I u odgovorima na ovo pitanje 26,5% ispitanika izjavljuje da se vlasnička struktura neće bitnije mijenjati. Gledano u cjelini, *podatci menadžera sugeriraju da bi novi vlasnici mogli bitno smanjiti, a u nekim situacijama i posve ukloniti mogućnost da poduzeća kontroliraju sadašnje menadžerske grupe.* Zanimljivo je da menadžeri ne očekuju da će se na njih vršiti pritisak radi moguće prodaje njihovih vlasničkih udjela u poduzećima; vjerojatno zato što su to razmjerno mali vlasnički udjeli, koji novim vlasnicima bitno ne bi onemogućivali nametanje njihova, novoga stila upravljanja u tim poduzećima.

Kad se isti problem promotri iz osobnoga kuta, pojava novog većinskog vlasnika odražava se na rukovođenje poduzećem, barem za dio menadžera, na pomalo iznenađujući način (tablica 47).

	<i>M</i>
1. učinkovito rukovođenje ljudima	2.09
2. veličina vlasničkog udjela	1.93
3. kontrola poslovanja poduzeća	1.75
4. uloga u poslovnom odlučivanju u poduzeću	1.61
5. sigurnost radnog mjesta	1.51

*Ljestvica:* 1 do 3, pri čemu je: 1 = smanjivat će se, 3 = povećat će se.

Tablica 47.

Utjecaj novoga vlasnika poduzeća na ključne aspekte menadžerske uloge

*Menadžeri u prosjeku ističu da će se u nešto većoj mjeri pojačati učinkovito rukovođenje ljudima, dok će u svemu ostalome (sigurnost njihova radnog mjesta, njihova uloga u poslovnom odlučivanju te kontrola poslovanja poduzeća) njihova profesionalna uloga biti sve ugroženija.*

Ovdje je zanimljiv još jedan podatak, nastao temeljem izvedene faktorske analize varijabli menadžerske uloge. Njome je ekstrahiran samo jedan faktor (varimax rotacija, zasićenja  $> .40$ , Eigen vrijednost = 2.2609, 45,2% varijance) koji uključuje sljedeće varijable: (veća) uloga u poslovnom očekivanju, (veća) kontrola poslovanja poduzeća, učinkovito rukovođenje ljudima. Te varijable upućuju na zaključak da za jedan dio menadžera dolazak novoga vlasnika omogućuje jačanje menadžerske profesionalne uloge.

Ove podatke možemo objasniti sljedećim hipotezama. Prvo, mnogo veći dio menadžera nego što izgleda prema njihovim iskazima ipak računa da će, kao namjesnik novoga vlasnika, moći ali i morati koristiti nove, efikasnije metode rukovođenja ljudima, koristeći se pri tome i mogućim strahom zaposlenih od poteza tog istog novoga vlasnika; iz toga bi slijedilo da je u dobrom dijelu poduzeća prije masovne privatizacije vladao prešutni ("neka ide kako ide i dok ide") savez između menadžera, radnika i formalnih vlasnika o čuvanju radnih mjesta i politici nezamjeranja.

Drugo, značajan dio menadžera ipak intimno smatra da novi vlasnici, sve dok dobro ne upoznaju situaciju u poduzećima, neće ići u radikalne rezove; u toj situaciji – bez obzira na povećanu nesigurnost u pogledu njihova radnog mjesta i dosadašnje uloge u poslovnom odlučivanju – osobna orijentacija na učinkovito rukovođenje ljudima može povećati šanse za opstanak u dosadašnjoj ulozi. Treće, iako velika većina menadžera iz anketiranih poduzeća ne očekuje svoj skori odlazak iz poduzeća (čak 78,6% izjavljuje da neće napustiti sadašnju tvrtku), kroz učinkovitije rukovođenje ljudima mogu se nešto prikrivenije realizirati i neke druge, alternativne strategije ponašanja (potiho umanjivanje i obezvređivanje imovine poduzeća, klasične krađe imovine i slično).

Menadžerska percepcija ponašanja PIF-ova kao mogućih većinskih vlasnika ipak je u vrijeme provedbe našega istraživanja (ljetu 1998.) bila još u zoni velike magle (tablica 48). Naime, uzmemo li njihove ocjene ponašanja PIF-ova kao većinskih vlasnika u cjelini, primijetit ćemo da njihove prognoze u prosjeku nisu temeljene na velikom stupnju izvjesnosti: najviša prosječna ocjena po pojedinim odgovorima/ocjenama na ljestvici od 1 do 4 doseže tek 2.50!

Tablica 48.

Percepcija politike PIF-ova kao većinskih vlasnika po preuzimanju poduzeća (%; X)

Politika PIF-ova	Stupanj izvjesnosti				X
	ne, malo vjerojatno			posve izvjesno	
	1	2	3	4	
1. prodat će svoje vlasničke udjele inozemnim tvrtkama - strateškim ulagačima	27,4	24,8	19,7	21,4	2.36
2. povećat će svoje vlasničke udjele kroz dogovore s drugim PIF-ovima	27,4	16,2	29,9	19,7	2.48
3. dovest će u poduzeća nove uprave	26,5	16,2	37,6	12,8	2.39
4. ići će prvo u ozbiljniju dijagnozu stanja u poduzećima uz pomoć sadašnjih uprava	26,5	14,5	30,8	21,4	2.50
5. ići će na ciljano restrukturiranje pojedinih poduzeća	29,1	12,0	31,6	20,5	2.44

To znači sljedeće: u prosjeku naši ispitanici još uvijek nagađaju što će biti realni potezi PIF-ova kao većinskih vlasnika. To i nije čudno, budući da su se prvi kontakti menadžera s PIF-ovima kao novim vlasnicima dogodili tek nakon posljednjeg dražbovnog kruga, u rujnu i listopadu 1998. godine. Faktorska analiza pokazuje da su iza tih odgovora sakrivene *dvije bitne ideje: ideja o zamjeni postojećih uprava uz povećanje vlasničkih udjela u poduzećima od strane PIF-ova i ideja o ozbiljnoj dijagnozi stanja u poduzećima uz pomoć sadašnjih uprava* (zasićenja > .40, varimax rotacija, ukupno objašnjavaju 57,4% varijance).

Smatramo li da je bolja i ovakva prognoza no nikakva, možemo reći da će po menadžerima PIF-ovi slijediti određenu vlasničku logiku u svome ponašanju. S relativno najvećom izvjesnosti može se predvidjeti da će prvo prići ozbiljnijoj dijagnozi stanja u poduzećima uz pomoć sadašnjih uprava ("posve izvjesno": 21,4%, x = 2.50), zatim pregovorima s drugim PIF-ovima radi povećanja svojih vlasničkih udjela u poduzećima iz portfelja ("posve izvjesno": 19,7%, x = 2.48); nakon toga, pretpostavljaju naši ispitanici, vjerojatno će prići ciljanom restrukturiranju pojedinih poduzeća ("posve izvjesno": 20,5%, x = 2.44). S najmanjom se izvjesnošću pretpostavlja(lo) da će PIF-ovi kao novi vlasnici prodati svoje vlasničke udjele strateškim ulagačima ("posve izvjesno": 21,4%, x = 2.36) i da će dovesti u poduzeća nove uprave ("posve izvjesno": 12,8%, x = 2.39).

Postavlja se pitanje imaju li ovakve prognoze imalo doticaja s realnim potezima PIF-ova nekoliko mjeseci nakon što su ove menadžerske prognoze zabilježene?

### Što su dobili privatizacijski investicijski fondovi?

Dok je masovna/kuponska privatizacija za državu proceduralno uglavnom završena još krajem 1998. godine, za privatizacijske investicijske fondove (PIF-ove) ona je stvarno započela tek u proljeće 1999., kada su i formalno priznati kao vlasnici poduzeća “zadobivena” u tri dražbovna kruga – nakon procjene vrijednosti njihova portfelja i odobrenja Komisije za vrijednosne papire te upisom PIF-ova u sudski registar pri Trgovačkom sudu.

Kao što znamo, u prvom je krugu uspješno dražbovano 116 poduzeća/trgovačkih društava, u drugome 68, da bi uvjerljivo najveći broj poduzeća bio “osvojen” u zadnjem dražbovnom krugu: 287 poduzeća. U toj fazi više nije bilo uzmicanja: valjalo je igrati sa svim preostalim bodovima, inače bi propali. U sva tri kruga ukupno je dražbovano 471 poduzeće/trgovačko društvo. Brojčano najveće portfelje proizašle iz masovne privatizacije imaju Dom Fond (341) i Pleter (301), a iza njih slijede: Slavonski PIF (259), Sunce (234), SNF (197), Velebit (142) i – s najmanjim portfeljom s obzirom na broj društava – Expandia (61). *I službeni podatci (HFP) i dodatne analize* (D. Čengić, 1998.b; H. J. Bodenhofer, Z. Prohaska, M. Vehovec, 1999., D. Ostović, 1999.) *pokazuju da su PIF-ovi, neovisno o vlastitim željama, vrlo disperzivno ulagali stečene kupone* (usp. tablicu 16). Ta strategija ulaganja prikupljenih kupona već na početku onemogućuje stjecanje većinskih vlasničkih udjela u poduzećima i bilo kakvo radikalno utjecanje na pošašanje “unutrašnjih aktera” u poduzećima.<sup>17</sup>

Tablica 49.  
Privatizacijski investicijski  
fondovi prema broju  
prikupljenih kupona (%)

Broj	PIF	Osnivač/društvo za upravljanje	Tržišni udio
1.	Dom Fond	EPIC-Invest	29,46
2.	Expandia	Expandia Invest	19,23
3.	SNF	Kaptol Invest	13,07
4.	Velebit	Dalmatinska banka	10,32
5.	Slavonski PIF	Slavonska banka	8,43
6.	Sunce	Sunce Invest	6,07
7.	Pleter	Fima Invest	6,06
8.	Pojedinci		7,37
Ukupno			100,00

Izvor: HFP, 1998.; D. Čengić, 1998.b; H. J. Bodenhofer, Z. Prohaska, M. Vehovec, 1999.

*Prema očekivanju, menadžeri PIF-ova najmanje su zadovoljni s tržišnom kvalitetom poduzeća ponuđenih u masovnoj/kuponskoj privatizaciji (na ljestvici od 1 do 5 kvaliteta po-*



nuđenih poduzeća dobila je jedva prolaznu ocjenu: prosječno dvojku) *te s kvalitetom vlastita portfelja*. Zanimljivo je da su isti sugovornici HFP-u dali nešto veću ocjenu za njegovo djelovanje nego popisu poduzeća koje je taj isti HFP dao za masovnu privatizaciju. To tumačimo s dva razloga. Prvo, društva za upravljanje fondovima i menadžeri PIF-ova svjesni su da ponuđena lista poduzeća ipak predstavlja realni odraz hrvatskoga gospodarstva ovoga trenutka; kako među njima nije moglo biti javnih poduzeća (ostavljenih za iduću fazu privatizacije), prihvaćena je teza da valja uzeti ono što je ponuđeno i u okviru takve ponude izboriti za sebe najbolje što se može.

Drugi je razlog vjerojatno u tome što je HFP pokazivao u svome radu – također svjestan brojnih loših strana svoje liste poduzeća – (ne)očekivanu fleksibilnost i razumijevanje za neke zahtjeve PIF-ova. Primjerice, već nakon prvoga kruga dražbovanja privatizacijski investicijski fondovi su zatražili, a HFP i Ministarstvo privatizacije prihvatili, sudjelovanje PIF-ova u upravljanju društvima s liste, sukladno rezultatima dražbovanja i prije stvarnog prijenosa dionica PIF-ovima te njihove uknjižbe u knjigu dionica. Ovakva se praksa provodila uglavnom u društvima u čijim je aktima predviđena mogućnost imenovanja do jedne trećine članova nadzornog odbora, pa je fond imao mogućnost zamjene svoga predstavnika u bilo koje vrijeme, s tim da mandat novoga člana počinje danom imenovanja. Ovaj je zahtjev PIF-ova bio razumljiv uzme li se u obzir trajanje cijelog procesa i nužnosti aktivnog sudjelovanja u upravljanju tvrtkama s popisa za masovnu/kuponsku privatizaciju.<sup>18</sup>

Prema podacima samih menadžera PIF-ova (intervjui sa sedam glavnih menadžera PIF-ova obavljani su u listopadu/studenome 1998. i ponovljeni u veljači/ožujku 1999.), u strukturi njihovih portfelja s obzirom na djelatnosti preuzetih poduzeća relativno dominiraju poduzeća iz industrije i rudarstva, iz ugostiteljstva i turizma te iz trgovačke djelatnosti. Prema broju zaposlenih radnika, izgleda da u većini fondova dominiraju mala (do 100 zaposlenih) i srednja poduzeća (od 101 do 500 zaposlenih radnika); velikih je poduzeća u sedam budućih PIF-ova razmjerno malo: menadžeri tri fonda izjavljuju (u obavljenim intervjuima) da su velika poduzeća (od 501 do 2.000 zaposlenih) u njihovu portfelju u manjem broju, a slična je situacija i s izrazito velikim poduzećima (s više od 2.000 zaposlenih).

### PIF-ovi kao institucionalni vlasnici

Već smo vidjeli kakva je menadžerska prognoza u pogledu glavnih poteza PIF-ova kao novih (su)vlasnika niza poduzeća s liste HFP-a za masovnu privatizaciju. Ovdje ćemo vidjeti kako na isti problem gledaju sami menadžeri PIF-ova (tablica 50).

Politika PIF-ova	M-PIF	M-pod
1. povećat će svoje vlasničke udjele kroz dogovore s drugim PIF-ovima	3.28	2.48
2. prodat će svoje vlasničke udjele inozemnim tvrtkama-strateškim ulagačima	3.14	2.36
3. ići će na ciljano restrukturiranje pojedinih poduzeća čim se za to stvore prilike	3.14	2.44
4. ići će prvo u ozbiljniju dijagnozu stanja u poduzećima uz pomoć sadašnjih uprava	3.00	2.50
5. prodat će se poduzeća bilo kojem ulagaču da bi porasla vrijednost dionica PIF-a	2.28	-
6. dovest će u poduzeća nove uprave	2.14	2.39

*Napomena:* menadžeri su davali ocjene služeći se ljestvicom od 1 do 4, pri čemu brojevi znače sljedeće: 1 = ne, malo vjerojatno, 2 = donekle moguće, 3 = moguće, 4 = posve izvjesno!

Tablica 50.  
Percepcija ponašanja PIF-ova kao novih (su)vlasnika poduzeća: prosječne ocjene menadžera PIF-ova i menadžera poduzeća iz portfelja (M-PIF, M-pod)

Prema očekivanju, menadžeri PIF-ova su sa znatno većom izvjesnošću davali ocjene u pogledu budućih vlastitih poteza i ponašanja drugih fondova. Dok su menadžeri poduzeća na prvome mjestu, prema svome viđenju situacije, isticali dijagnozu stanja u poduzećima pa onda problem povećanja vlasničkih udjela kroz međusobno dogovaranje PIF-ova, menadžeri PIF-ova na prvome mjestu ističu baš međusobne dogovore radi brzog povećanja vlasničkih udjela u poduzećima. Taj potez ima prednost pred svim ostalima jer neposredno uvjetuje određenu vlasničku kontrolu u preuzetim poduzećima i stvara pretpostavke za sljedeće poslovne poteze. Među tim "drugim potezima" s većom izvjesnošću očekuje se prodaja dijela sadašnjih poduzeća inozemnim tvrtkama – strateškim ulagačima i ciljano restrukturiranje poduzeća, kada se za to stvore prilike.

*Zanimljivo je da se i menadžeri PIF-ova i menadžeri poduzeća slažu u jednoj točki: i po jednima i po drugima s najmanjom se izvjesnošću može očekivati da će PIF-ovi odmah sada (čitaj: u doglednoj budućnosti) mijenjati sadašnje uprave poduzeća. Zbog niza razloga to je za PIF-ove u ovom trenutku rizičan potez (nepoznavanje funkcioniranja poduzeća i uvjeta u kojima posluje, drugi aspekti informacijske asimetrije između agenta i principala, nepostojanje "zamjenskih" upravljačkih timova itd.). No trenutačni status quo u pogledu (ne)smjenjivanja sadašnjih uprava ne znači da će takvo stanje ostati i u dužem vremenskom razdoblju.<sup>19</sup>*

Problemi s kojima se suočavaju menadžeri PIF-ova su višestruki, duboki i zato često nerješivi preko noći. Oni se

mogu, temeljem naših intervjua, podijeliti u nekoliko grupa. Prvo, to su *problemi konteksta i okoline*: “kriteriji za procjenu portfelja koje je dala Komisija za vrijednosne papire”, “kvalitativna struktura društava s liste za kuponsku privatizaciju”, “loše stanje na tržištu kapitala koje će otežati daljnji proces kuponske privatizacije”, “lokalna politika – latentni otpor mogućim stranim ulaganjima”, “nesređenost poduzeća i zbog nedefiniranog vlasništva: nema pravog 'gazde' jer HFP to nije bio”, “okrupnjavanje portfelja – prevelika disperzija vlasništva u poduzećima”, “male mogućnosti plaćanja potencijalnih domaćih investitora jer nemaju gotovine”, “predugačak proces masovne privatizacije”. Zatim, to su *problemi poduzeća kao takvih*: “nezadovoljavajući poslovni rezultati i nedostatak planiranja”, “prezaduženost poduzeća”, “financijske teškoće: visoka zaduženost, nelikvidnost”, “netržišni, zastarjeli proizvodni programi”, “nelikvidnost”, “prezaposlenost – previše zaposlenih”, “loš menadžment”, “stručnost menadžera”.

I na kraju, ali od iznimne važnosti, PIF-ovi nailaze na cijeli niz problema povezanih s trenutnim ponašanjem dijela menadžera, koji pružaju izrazit (što otvoren, što prikriven) otpor novim vlasnicima. *Obrambene menadžerske strategije* uključuju širi skup mjera kao što su: “sustavno obezvređivanje imovine poduzeća”, “ubrzana prodaja imovine u poduzećima”, “(ne)prihvatanje fondova kao novih vlasnika – kroz onemogućivanje djelovanja u nadzornim odborima poduzeća, onemogućivanje uvida u financijsko poslovanje i sustavno izbjegavanje revizorskih izvješća”, “poticanje netransparentnosti poslovanja”, “relativno jak otpor zaposlenih prema PIF-ovima kao vlasnicima” te prepuštanje PIF-ovima da se bave tekućom problematikom u poduzećima.

*Uviđajući da PIF-ovi moraju kako-tako biti prisutni u poduzećima, većina ih je odmah po dogovoru s HFP-om i Ministarstvom privatizacije gdje god je mogla postavila svoje ljude u nadzorne odbore poduzeća iz portfelja.* Pri tome se slijedi sljedeći obrazac ponašanja: a) u najvažnija (do desetak) poduzeća iz portfelja u nadzorne odbore ulaze ljudi iz samih PIF-ova i društava ili financijskih institucija koje su ih osnovale; neki od intervjuiranih priznaju da su im njihovi osnivači i “podržavajuće institucije” (banke) vrlo važan izvor ljudi koji ulaze u nadzorne odbore najvažnijih i najkritičnijih poduzeća; b) u jedan dio poduzeća kao članovi nadzornih odbora u ime PIF-ova kooptiraju se profesionalci – stručnjaci (konzultanti) za određene tipove proizvodnje; riječ je ovdje o specifičnim poduzećima, gdje se traže posebna znanja da bi se odlučivalo o određenim proizvodnim programima i na profesionalan način procjenjivala

poslovna (ne)uspješnost određenih poslovnih poteza sadašnjih uprava poduzeća.

Menadžeri PIF-ova načelno shvaćaju da “svako poduzeće zahtijeva zaseban pristup, ovisno o razlozima ulaska u suvlasništvo”, no svjesni su da za takav pristup nemaju niti dovoljno vremena niti dovoljno kvalitetnih ljudi za nadzorne odbore poduzeća. Ovdje je važno istaknuti da i naši PIF-ovi nailaze na jedan od temeljnih problema kad je riječ o ponašanju takvih fondova u privatizacijskim projektima: koja je njihova temeljna svrha? Jesu li oni jedna vrsta holdinga, koja je osnovana samo radi restrukturiranja u portfelj preuzetih poduzeća ili su tek trgovci koji moraju što brže rasprodati dio portfelja da bi podigli cijenu vlastitih dionica i pripremili se za kotiranje na burzi?

Prema našim podatcima (proljeće 1999. godine), u svega dvadesetak poduzeća započeti su ozbiljniji procesi restrukturiranja poslovnih sustava i to uglavnom samostalno i (u manjoj mjeri) s domaćim ulagačima. U odnosu na situaciju krajem 1998. godine, ovdje je došlo do jasnije “pro-trgovačke evolucije” u razmišljanjima menadžera fondova. Gotovo svi intervjuirani u proljeće 1999. godine iskazali su želju da što prije prodaju “najveći mogući broj poduzeća”. Ta je politika sveopće (ras)prodaje posve sukladna gotovo usputnoj napomeni jednoga našeg sugovornika, koji je rekao “da je osnovno sljedeće: mi nismo holdingi, primarna funkcija nije nam upravljačka”.

To znači da niti službena politika niti uprave većine od 471 poduzeća ne mogu računati (pa niti strahovati od njih!) na privatizacijske investicijske fondove kao na “posebne restrukturirajuće mehanizme”, odnosno kao važne agente u restrukturiranju dijela brvatskih poduzeća.

Problem restrukturiranja poduzeća iz portfelja ne veže se samo uz upravljačke sposobnosti nekog od fondova već i uz mogućnosti da u neka od poduzeća privuku strane ulagače. Dio naših sugovornika s pravom je istaknuo da pri tome *valja razlikovati “strateškog ulagača”,* koji poduzecima donosi povećanje temeljnog kapitala, znanje i razvoj, od *“portfeljnog ulagača”,* koji ulazi samo u dioničku strukturu poduzeća, ali bez aktivnog transfera znanja, kapitala i upravljanja. Za sada velika većina fondova govori tek o načelnim kontaktima/ponudama nekih inozemnih ulagača kao “strateških partnera” za ulaganja u neka od poduzeća iz portfelja. Svega je nekoliko intervjuiranih menadžera istaknulo kako imaju ponude vrlo ozbiljnih ulagača; riječ je o različitim kategorijama mogućih strateških partnera kao što su velike (multinacionalne) proizvodne tvrtke, financijske korporacije te različiti investicijski fondovi (ovi posljednji uglavnom su portfeljni ulagači). Isto-

dobno, prema novijim podacima (zadnji intervjui, 1999.) dva su fonda prodala preko dvadesetak, uglavnom manjih, poduzeća domaćim kupcima. Desetak poduzeća kupili su sami menadžeri, i to za gotov novac (klasične operacije MBO-a), dok je dio poduzeća kupljen od domaćih poduzetnika, koji su njihovom kupovinom zaokruživali poslovne sustave ili se pak širili unutar domaćega tržišta.

Pretpostavljamo da će put pronalaska pravih strateških partnera za ulaganja u domaća poduzeća ipak biti dugačak. Strateške ulagače prije svega će zanimati poduzeća koja su se nudila s većinskim paketima (manji dio liste), ili pak paketima koji se mogu povezati s otkupom od drugih dioničara (banaka, mirovinskog fonda, malih dioničara itd.). Osim toga, to što će im se moći ponuditi, ovisit će i od dosegnute kvalitete trenutačno mogućega korporacijskog upravljanja u pojedinim, potencijalno atraktivnim poduzećima.

#### *Umjesto zaključka: novije tendencije*

Naša je analiza pokazala, nadamo se, svu kompleksnost hrvatskog projekta masovne privatizacije i unutar njega temeljne elemente latentno konfliktnog odnosa između menadžera poduzeća privatiziranih u masovnoj privatizaciji i privatizacijskih investicijskih fondova kao novih, institucionalnih vlasnika poduzeća. Pokazali smo da u dobrom dijelu poduzeća *ponašanje menadžera slijedi logiku klasične menadžerske kontrole, iako smo zapazili da je u jednom dijelu poduzeća nešto važniji i utjecaj određene vlasničke kontrole i interesnih struktura u okolini poduzeća*. U strahu za očuvanje vlastitih položaja, dio menadžera svjesno razvija različite oblike obrambenog ponašanja, a u dijelu poduzeća na djelu su kaotični procesi sustavnog uništavanja i krađe imovine poduzeća i od rukovodećih struktura i neformalnih saveza unutar samih poduzeća i izvan njih.

I podatci našeg istraživanja iz 1999./2000. godine potvrđuju da na ponašanje menadžera u poduzećima iz portfelja HFP-a utječu akteri iz poduzeća, ali i izvan njega (tablica 51). Prema samim menadžerima, ključni su činitelji njihovih poslovnih poteza u posljednje vrijeme: 1) *“sindikati i vlasnici”* (prvi faktor), 2) *“radnici i menadžeri”* (drugi faktor) – riječ je o “unutrašnjim akterima” (“insiderima”) kao ključnim činiteljima poslovnog ponašanja anketiranih menadžera te *“državni i zakonodavni propisi”* (treći faktor).

Prema mišljenjima članova NO-a (tablica 52) tri ključna činitelja poslovnog ponašanja menadžera u poduzećima u kojima su članovi NO-a u posljednje tri godine bili su: *sindikati i mali dioničari* (prvi faktor), *nadzorni odbori i*

Tablica 51.

Faktorska struktura činitelja poslovnog ponašanja – mišljenje menadžera (analiza glavnih komponenti, varimax rotacija, zasićenja veća od .40)

<i>Variable</i>	<i>F1</i>	<i>F2</i>	<i>F3</i>	
sindikati	.860	-	-	
nadzorni odbor	.774	-	-	
skupština dioničara	.730	-	-	
udruga malih dioničara	.672	-	-	
zaposleni radnici	-	.660	-	
menadžerski tim	-	.623	-	
banke	-	-.615	.427	
političke grupe u okolini poduzeća	-	-.465	-	
državni i zakonodavni propisi	-	-	.794	
menadžer osobno	-	-	.550	
većinski vlasnik(-ci) poduzeća	-	-	.514	
Eigen vrijednosti	2.661	1.516	1.480	
Postotak objašnjene varijance	24.195	13.786	13.458	Ukupna varijanca 51.439

Tablica 52.

Faktorska struktura varijabli činitelja poslovnog ponašanja menadžera poduzeća – mišljenje članova NO-a (analiza glavnih komponenti, varimax rotacija, zasićenja veća od .40)

<i>Variable</i>	<i>F1</i>	<i>F2</i>	<i>F3</i>	
sindikati	.786	-	-	
udruga malih dioničara	.770	-	-	
skupština dioničara	.697	-	-	
nadzorni odbor	-	.703	-	
menadžerski tim	-	.664	-	
većinski vlasnik(-ci) poduzeća	-	.660	-	
menadžer osobno	-	.598	.418	
zaposleni radnici	-	.410	-	
banke	-	-	.828	
političke grupe u okolini poduzeća	-	-	.721	
državni i zakonodavni propisi	-	-	.669	
Eigen vrijednosti	2.082	2.070	2.026	
Postotak objašnjene varijance	18.924	18.815	18.421	Ukupna varijanca 56.160

*menadžerski timovi* (drugi faktor) *te banke i političke grupe u okolini poduzeća* (treći faktor). Kao što vidimo, prema obje faktorske analize, menadžerski utjecaj je značajan: bilo da se radi o usporednim utjecajima zaposlenih i menadžera bilo pak nadzornih odbora i menadžerskih timova.

Bez obzira na to jesu li glavni među akterima pljačkaškog ili pak kreativnog, poslovno orijentiranog načina

ponašanja, menadžeri u velikoj većini izražavaju želju da povećaju svoje (su)vlasničke udjele u sadašnjim poduzećima. To znači da na dulje razdoblje žele sačuvati osobni položaj i legitimirati profesionalnu ulogu kao dvojstvo profesionalnog upravljača i udjelima sve važnijeg (su)vlasnika poduzeća. Ta činjenica otvara brojna praktična i teorijska pitanja. Primjerice, što znači želja za većim vlasničkim udjelima za profesionalizaciju menadžerske funkcije u hrvatskim poduzećima? Ne znači li ta želja, istodobno, da će u dijelu poduzeća jačati zapravo menadžersko-vlasnička kontrola, bilo u vrijeme privatizacijskih fondova kao "prijelaznih vlasnika" bilo u postfondovskom razdoblju – kad bi neki novi vlasnici mogli menadžersku želju za (su)vlasništvom iskoristiti kao dodatni motivacijski činitelj za postizanje boljeg poslovanja poduzeća? Kakva je pouka ovoga procesa za razvoj kontrolnih mehanizama (nad menadžerima) u samim poduzećima: jesu li oni uopće mogući bez dobrovoljne suradnje između menadžera i novih vlasnika?

Što se tiče novih institucionalnih vlasnika, čini se da njihovu pojavu u masovnoj privatizaciji obilježava nekoliko crta. *Prvo, PIF-ovi su uspješno obavili svoju ulogu "sakupljača" privatizacijskih kupona (bodova).* Od ukupne ponude privatizacijskih bodova (1.608.664.445), pojedinci su u tri kruga privatizacijskih dražbi zadržali za individualna nadmetanja za poduzeća 89.004.947 bodova ili 5,53%. Time su se u izrazitom broju pojavili na sceni kao novi (su)vlasnici poduzeća. *Drugo, ukupna izvedba masovno-privatizacijskoga projekta onemogućila je na samom početku dražbovnih krugova da PIF-ovi relativno brzo stječu većinske (su)vlasničke udjele u dražbovanim poduzećima.* Istodobno, riječ je o poduzećima – prema mišljenjima menadžera PIF-ova – u cjelini lošega poslovanja i još lošijih poslovnih rezultata. To im je na strukturalnoj razini onemogućilo brže i odlučnije djelovanje u poduzećima, usporilo vlasnički autoritativne kontakte s upravama poduzeća i ozbiljnije nalaženje mogućih strateških ulagača za (još uvijek) boljestojeća poduzeća u njihovu portfelju. I taj je trenutak pogodio razvoj pljačkaških stilova ponašanja u dijelu od PIF-ova formalno preuzetih poduzeća. Istodobno, postavljena pravila igre pogodovala su u ovoj fazi suradničkim oblicima ponašanja između samih fondova.

*Treće, gotovo svi privatizacijski fondovi odabrali su u pogledu svoga portfelja poduzeća na dulje vremensko razdoblje zapravo "strategiju izlaza" (exit strategy).* To znači da bi svi željeli što prije prodati poduzeća mogućim ulagačima – bilo domaćima bilo stranim. *Imamo li u vidu da je jedan od službenih ciljeva masovne privatizacije bio taj da se PIF-ovi javljaju kao "restrukturirajući mehanizmi" u privatiziranim podu-*

zećima, proizlazi da se PIF-ovi neće dominantno javiti u toj ulozi kako je ona zamišljena. Što zbog navedenih strukturalnih činitelja, što zbog ograničenog ljudskog potencijala kojim raspolažu, što zbog velikog broja loših poduzeća, PIF-ovi u ovom kratkom vremenskom razdoblju slijede istodobno nekoliko *ad hoc* načina djelovanja.

a) Pristupa se ciljanom restrukturiranju vrlo malog dijela boljih poduzeća iz portfelja (“poduzeća-zvijezde”), u suradnji s domaćim ili mogućim stranim ulagačima.<sup>20</sup> Može je da se ide i posve samostalno na restrukturiranje po nekoliko poduzeća, ako se nakon toga očekuje njihova bolja cijena na tržištu poduzeća i moguća zainteresiranost inozemnih ulagača za njih. Jasno, to se može događati samo tamo gdje su relativno veliki vlasnički udjeli pojedinog PIF-a ili je situacija takva da više njih provodi i aktivnu korporacijsku kontrolu. b) Poduzeća s vrlo malim (su)vlasničkim udjelima, bez određene tržišne vrijednosti i relativno male tržišne vrijednosti prodaju se zainteresiranim (uglavnom) domaćim kupcima, bilo da je riječ o upravama tih istih poduzeća ili domaćim poduzetnicima. c) U velikom broju “preostalih poduzeća” tek se obavlja “primarna dijagnoza situacije”, traži se suradnja uprava poduzeća i umanjuje strah od radikalnih poteza, ne bi li se barem na taj način spriječilo uništavanje poduzeća.

*Teško je ovoga trenutka preciznije odgovoriti na pitanje jesu li PIF-ovi i menadžeri poduzeća u trajnijem suradničkom ili neprijateljskom odnosu?* Načelno govoreći, između njih postoji jedna latentna, prigušena napetost koja je logična posljedica činjenice da će PIF-ovi gdje god mogu svoje mjesto ustupiti novim, većinskim vlasnicima poduzeća, no, i prije dolaska takvih vlasnika, zahtijevat će od postojećih uprava više standarde upravljanja i brže postizanje pozitivnih rezultata. Tim više jer je većina preuzetih poduzeća zatečena s lošim financijskim pokazateljima. Osim toga, i tamo gdje su PIF-ovi manjinski vlasnici, postavljat će u većem broju nego prijašnji vlasnici možda neugodna pitanja o nekim prethodnim poslovnim potezima.

Za sada većina (menadžera) PIF-ova pokušava upravama poduzeća prići na konstruktivan način, budući da su svjesni kako od konflikata nema dugoročne koristi, pogotovo sada kada se još uvijek u većini poduzeća iz portfelja ne zna prava financijska, poslovna, radna i organizacijska situacija. Osim toga, želje menadžera za (su)vlasništvom u poduzećima gdje rade potiču u jednog dijela menadžera suradničke oblike ponašanja u susretu s PIF-ovima. *Navedene prodaje poduzeća sadašnjim upravama svjedoče da su operacije MBO-a dio aktivnih menadžerskih strategija u sadašnjim prilikama.*



Njima pogoduje i pozitivan stav PIF-ova prema menadžerskom (su)vlasništvu u poduzećima. Naime, gotovo svi intervjuirani menadžeri PIF-ova skloni su većem udjelu menadžera u vlasničkoj strukturi poduzeća: jedna grupa ističe da bi taj udio mogao ići od 5,0% do 10,0% (su)vlasničkog udjela, a druga je grupa spremna menadžerima taj vlasnički udio povećati i na 10,0% do 20,0% dionica, ovisno već o veličini poduzeća. Prema tome, moguće povećanje menadžerskog (su)vlasništva u sadašnjim poduzećima može poticajno djelovati na uprave poduzeća u smjeru boljeg poslovanja i bržeg prihvaćanja nužnih promjena.

U razdoblju od 1999. do sredine 2000. godine dobar dio PIF-ova usmjerio se zato na okrupnjavanje svojih vlasničkih udjela u poduzećima, na konsolidaciju vlastita portfelja "izbacivanjem" loših poduzeća iz njega te na pojačanu kontrolu uprava u dijelu tržišno perspektivnih poduzeća (i u kojima imaju dovoljan broj dioničkih paketa). To se uglavnom događalo kroz međusobnu zamjenu dionica između samih PIF-ova, između PIF-ova i HFP-a (uz blagoslov HFP-a i Komisije za vrijednosne papire RH u 1999. godini HFP je zamijenio s PIF-ovima dionice u vrijednosti od 400 milijuna DEM), ubrzanom prodajom manjih vlasničkih udjela upravama poduzeća i drugim zainteresiranim kupcima te jačom kontrolom uprava kroz nadzorne odbore.<sup>21</sup>

### Ponašanje države kao vlasnika

Već smo uočili da je i naše istraživanje potvrdilo kako je država kao korporacijski akter i u Hrvatskoj zakazala. Naime, državna poduzeća su i po našim nalazima relativno neuspješnija od poduzeća s drugim oblicima vlasništva (radničko-menadžerskoga, privatnoga). No, postavlja se pitanje što određuje ponašanje države kao aktera korporacijske kontrole u posljednjih devet godina u Hrvatskoj izvan samih poduzeća? Po našem mišljenju ključne su odrednice ponašanja države u ulozi vlasnika: a) usvojeni model privatizacije, b) negativan stav (bivše) političke elite – na vlasti od 1991. do 1999. godine – prema razvoju različitih oblika poduzetništva, c) tretiranje države kao "općeg poduzetnika", preko kojega politička elita prikuplja i redistribuira višak vrijednosti, uz istodobno formalno i neformalno poticanje političkog klijentelizma i razvoja politički podobne poduzetničke elite, d) delegitimacija privatizacije i državnih institucija u očima javnosti, e) negativan stav nove političke elite prema državi kao dominantnom vlasniku poduzeća.

### *Hrvatski model privatizacije i unutrašnje napetosti modela*

Od samog početka privatizacije (1991. godina) hrvatski model privatizacije obilježavaju određene konceptualne, kontekstualne, izvedbene i legitimacijske napetosti.

*Konceptualne napetosti.* O čemu je zapravo riječ? Zakonom o pretvorbi društvenih poduzeća iz travnja 1991. godine propisana su četiri osnovna načina za pretvorbu društvenih poduzeća u društva kapitala (dionička društva i društva s ograničenom odgovornošću). Pretvorba/privatizacija mogla se događati: a) prodajom cijelog poduzeća ili njegova idealnog dijela, b) ulaganjem kapitala u poduzeće, c) pretvaranjem ulaganja na ugovornoj osnovi u poduzeće i potraživanja prema poduzeću u ulog, d) prijenosom svih dionica odnosno udjela fondovima i (tada) Hrvatskom fondu za razvoj, odnosno privatizaciju – bez naknade. Tim je zakonom pretvorba bila propisana u: a) društvenim poduzećima i b) poduzećima u mješovitu vlasništvu, kada se na temelju društvenih sredstava koja su u njih uložena ne stječu vlasnička prava na poduzeću. Među 3637 društvenih poduzeća našlo se i 98 javnih poduzeća te 153 mješovita poduzeća. To znači da je Zakonom o pretvorbi u početku bilo obuhvaćeno 3692 poduzeća (detaljnije: D. Čengić, 1995.). Istodobno, zakonom je identificirano nekoliko potencijalnih vlasnika: zaposleni u poduzeću koje podliježe pretvorbi (radnici i direktori), radnici u javnim/državnim poduzećima, kupci i ulagači izvan poduzeća, vjeronnici, nekadašnji vlasnici, različiti (državni) fondovi.

*Pomnija analiza Zakona o pretvorbi društvenih poduzeća (još 1991. godine) otkriva da je temeljno načelo hrvatskog modela pretvorbe/privatizacije prodaja imovine bivših društvenih poduzeća ponajprije zaposlenima (radnicima i menadžerima), a tek zatim i ulagačima izvan poduzeća (“outsiders”). Svi ostali pristupi privatizaciji (podjela dionica ili kombinacija osnovnih pristupa) podređeni su tom načelu, iako mu općenito nisu suprotstavljani. Načelo prodaje samo po sebi pretpostavljalo je da je sva imovina društvenih/državnih poduzeća zapravo državna imovina, koja – nije li prodana potencijalnim vlasnicima – pripada bez naknade državnim fondovima. Dakle, na “nulto pitanje” privatizacije hrvatski je model odgovorio apriornim pretvaranjem društvenih poduzeća u državno vlasništvo.<sup>22</sup>*

U odnosu na “privatizacijske ciljne grupe” Zakon o pretvorbi definirao je hrvatski model privatizacije kao kombinaciju “prodaje moralnim vlasnicima poduzeća” (u početku do 100%, a kasnije do 50% imovine poduzeća) i “prodaje građanstvu i ulagačima”, sa snažnim državnim usmjeravanjem cijelog procesa. *Kako su u poduzećima ključne*

*upravljačke, ekonomske i "poznaničke" veze imali bivši socijalistički direktori, oni su se i pred vanjskim ulagačima i pred državom uskoro počeli javljati kao jedini stvarni i moćni akteri privatizacije među "insiderima". Istodobno, Zakon o pretvorbi poduzeća načelno je prihvatio "managers/employees buy-out" (MBO/EBO: menadžersko-zaposlenički otkup "vlastitih" poduzeća) kao legitimnu tehniku preuzimanja poduzeća a da, međutim, od samoga početka nije definirao okvirne uvjete za pojavu preuzimanja poduzeća uz pomoć "financijske poluge" (LBO), odnosno uz kredite banaka i drugih financijskih institucija. Time su već na početku procesa (sa svjesnim nakanama?) odškrinuta vrata neprijateljskim preuzimanjima poduzeća domaćoj upravljačkoj eliti, poduzetničkim i lokalno-zavičajnim skupinama, koje su se – zbog središnje uloge HDZ-a u političkom sustavu zemlje u posljednjih devet godina – s vremenom počele vezivati uz pojedine frakcije vladajuće stranke na lokalnim i na središnjim razinama vlasti.<sup>23</sup>*

*Kontekstualne napetosti. Model privatizacije, koji je za jednu od mogućih posljedica imao i vrlo predvidljivo podržavanje velikog dijela imovine u gospodarstvu, gotovo je "filmski" korespondirao prijeratnom ambijentu u Hrvatskoj. Naime, nova politička elita htjela je centraliziranim upravljanjem državom (odnosno i privatizacijom!), s velikim formalnim i neformalnim ovlastima Predsjednika Republike, smanjiti velike napetosti u okolini političkog podsustava. Bez sumnje, rat i njegove posljedice ovdje imaju određeni utjecaj: samo 1992. godine u Hrvatskoj je bilo oko 700.000 prognanika i izbjeglica koji su mjesečno državni proračun opterećivali s oko 70 milijuna USD (Izveštje za Sabor, Agencija..., studeni 1992.). Rat, troškovi uzdržavanja prognanika i troškovi obnove te su godine doveli, prema službenim podacima, do proračunskog deficita od oko 1 milijarde DEM!*

Ideja da se prodajom državne imovine (bivših društvenih poduzeća) dođe do novca za državni proračun u tom je smislu logična. Istodobno, ona je od početka bila upitna, s obzirom na opadanje ukupne kupovne moći stanovništva Hrvatske. No načelo prodaje imalo je i drugu, latentnu funkciju. Ono, naime, posve odgovara administrativnom modelu upravljanja gospodarstvom, koji je tako drag političkim elitama na ovim prostorima još iz "samoupravnog razdoblja" – jer privremeno pojednostavljuje upravljanje kompleksnim sustavima. No na dulji rok, osim što služi razvoju novog administrativnog aparata i uhljebljenju "zaslužnih" stranačkih kadrova, taj model vladanja kompleksnim sustavima (gospodarstvo, kultura itd.) ne uspijeva te iste sustave modernizirati i potaknuti u smjeru

više razine produktivnosti. Autoritarnom modelu odlučivanja o javnim stvarima bila je podređena i odluka o izvedbenom modelu privatizacije. Rat nikako ne može biti izgovor za činjenicu što tada nije bilo dublje i argumentirane stručno-političke rasprave u pogledu definiranja strateških i taktičkih ciljeva te modela privatizacije (usp. D. Buvač, 1990.; Grupa autora, EIZ, 1991.; D. Kalogjera, 1993.; N. Čučković, 1997.).

Prema tome, od samog početka hrvatski model prate određene napetosti – napetosti “koncepta i konteksta”. Prvo, izostala šira i javna, stručna rasprava o ciljevima i modelu privatizacije od početka je dovela u pitanje znanstveno-stručnu legitimaciju privatizacijskog modela. Drugo, privatizacija je počivala isključivo na prodaji imovine poduzeća, iako je bilo jasno da je kupovna moć stanovništva mala. Nije li se ta ista poduzeća htjelo masovo prodavati strancima (slučaj Mađarske), bili smo osuđeni na ono što je slijedilo – popusti zaposlenima, sada kao “malim dioničarima”, čiji se broj htio održati pod svaku cijenu. Naime, mali su dioničari u prvoj fazi privatizacije (kao i kasnije u “masovnoj privatizaciji” 1998. godine) neko vrijeme “funkcionirali” kao dokaz uspjeha modela i zaživljavanja “narodnoga kapitalizma”.<sup>24</sup> Treće, u situaciji neuvažavanja specifičnosti privatizacijskog projekta s obzirom na njegove krajnje ciljeve i ulogu u redistribuciji društvenog bogatstva i moći – a zbog ukupne ratne i socijalne situacije u zemlji – bilo je samo pitanje vremena kada će pragmatični državni prioriteti kao što su obnova, punjenje proračuna, rješavanje stare devizne štednje itd., nadjačati strateške ciljeve privatizacije: široku prihvaćenost u javnosti, moderno i efikasno gospodarstvo.

Četvrto, *iako se u početku preferirala prodaja dionica zaposlenima, kasnije se to pravo ograničilo samo na polovicu vrijednosti poduzeća. Ta je činjenica već u početku izazvala osjećaj prevarenosti u “malih dioničara”*. Osim toga, iako je hrvatski model privatizacije pretpostavio formalnu jednakost svih “unutarnjih kupaca” poduzeća, ubrzo je postalo jasno da ih realna ekonomska, upravljačka i socijalna moć (“poznaničke mreže”) direktora/menadžera pretvara u jedine “realne privatizacijske partnere”: a) novoj političkoj eliti/državnoj administraciji, b) vanjskim ulagačima i mogućim preuzimateljima poduzeća. U situaciji moguće “vanjske prijete” poduzećima, menadžeri i državna birokracija bili su upućeni jedni na druge, što je s vremenom dovelo i do “klijentelističkog preuzimanja” poduzeća od politički podobnih, “naših ljudi”. Sve je to izazivalo zavist “malih dioničara”, ali i bijes i pravnu nesigurnost vanjskih ulagača u hrvatska poduzeća.

Peto, kako je model privatizacije preferirao zaposlene radnike, dobar dio ostalog stanovništva bio je u samome početku isključen iz distribucije imovine bivših društvenih poduzeća. Doduše, svaki je građanin načelno mogao kupovati dionice pojedinih poduzeća: a) ukoliko njih već nisu otkupili zaposleni, i b) ako je za to imao određeni kapital. Kako većina stanovništva nije bila niti dobro informirana o tehnikama privatizacije niti je imala dovoljno viška sredstava za ovu vrstu tada ipak vrlo rizičnog “špekulantskog ulaganja” (dok je jedan dio poduzeća već dizao kredite da bi vlastite radnike pretvarao u buduće “male dioničare!”), model privatizacije od samoga početka nije mogao biti prihvaćen u širokim slojevima stanovništva. *Drugim riječima, hrvatski model privatizacije mogao se legitimirati samo svojim pozitivnim rezultatima i koristima koje je donio – njegovim ključnim akterima, ali i najširim slojevima stanovništva. No, kako ćemo vidjeti, model privatizacije prvo je delegitimiran kao “pošten i pravedan” u očima “malih dioničara”, a zatim i u očima hrvatske javnosti.*

*Izvedbene napetosti ili proces de/legitimacije privatizacijskog modela (1992.-1997.)*

De/legitimacija privatizacijskog modela izrazita je, po nama, posebno u jednom vremenskom razdoblju (1992.-1997.), a ima barem nekoliko glavnih izvedbeno-ponašajnih izvorišta.

*Prvo izvorište: menadžerski krediti i neregulirano preuzimanje poduzeća.* Podsjetimo se: javnost je posebno postala osjetljiva na moralno-etički kodeks privatizacijskih aktera s otkrićem tzv. menadžerskih kredita tijekom 1992. godine. Zbog toga je i sama vlada tijekom 1993. godine usvojila Zakon o ništavnosti menadžerskih kredita te naredila reviziju za sve one kredite koji se ne uklapaju u kriterije utvrđene zakonom. U većini slučajeva sporno je bilo to što su se kao instrumenti osiguranja vraćanja kredita koristile same dionice otkupljenih poduzeća (tablica 53; usp.: Izvješće o stanju poslovnog bankarstva za 1994. godinu, Narodna banka Hrvatske, 1995.). Tom su “privatizacijskom epizodom” *zapravo započele ozbiljnije sumnje javnosti i sredstava javnog priopćivanja u početne pretpostavke i konačne posljedice privatizacijskog projekta. Osim toga, pojava menadžerskih kredita zorno oslikava ono vremensko razdoblje kada su već dugoročni ciljevi postali zarobljenicima pragmatičnih ciljeva, kao što su to ciljevi popune državnoga proračuna.*<sup>25</sup>

Ova je priča počela s pojavom “stare devizne štednje”, nakon što je Republika Hrvatska odlučila da kao neovisna država jamči za štednju za koju je prije jamčila Jugoslavija. Vlada RH prvo je zauzela stajalište da se “stara devizna

štednja” pretvori u obveznice na donositelja, naplative tijekom 10 godina, počevši od lipnja 1995. No, tijekom 1992. godine uključila je “staru deviznu štednju” na nov način u pretvorbu – preko javnih dražbi tom su se štednjom mogle otkupljivati dionice poduzeća u kojima je HFP imao značajne udjele. Banke su se našle između “čekića i nakovnja”: da bi sačuvale kakvo-takvo povjerenje u državu i sebe, isplaćivale su štedišama mjesečne kamate na staru deviznu štednju, a država im je obećala nadoknaditi sredstva za to tek u dalekoj budućnosti (iza 2000. godine). Postavilo se pitanje: kako se što prije riješiti obveza temeljem stare devizne štednje? Jedan od izlaza bili su upravo “menadžerski krediti”.<sup>26</sup>

Tablica 53.  
Kreditni za otkup dionica na temelju stare devizne štednje

<i>Banka</i>	<i>Broj poduzeća u pretvorbi</i>	<i>Broj kredita za dionice</i>	<i>Iznos kredita u DEM</i>
1. Privredna banka Zagreb dd	31	3.317	75.665.558
2. Zagrebačka banka dd	68	581	60.298.774
3. Riječka banka dd	54	8.318	47.174.299
4. Međimurska banka dd	7	5.001	37.276.256
5. Požeška banka dd	12	137	9.239.175
6. Vinkovačka banka dd	10	164	8.720.212
7. Splitska banka dd	4	89	7.714.456
8. Istarska banka dd, Pula	6	30	4.715.253
9. Jadranska banka dd, Šibenik	3	294	4.667.517
10. Bjelovarska banka dd	10	461	4.154.827
11. Varaždinska banka dd	4	85	4.001.777
12. Dalmatinska banka dd	1	1	2.603.338
Ukupno	214	18.494	267.758.764

Izvor: *Banka*, Zagreb, 1993., br. 6; *Globus*, Zagreb, 2. 7. 1993.

Prema tome, *menadžerski krediti za otkup dionica “vlastitih” poduzeća rezultanta su politike države i politike banaka u pogledu tzv. “stare devizne štednje”*. Tadašnji direktori samo su jedna od socijalno moćnijih grupa koja je, zahvaljujući svojoj poziciji u poduzećima, u tome vidjela svoju šansu i iskoristila “staru deviznu štednju” kao “financijsku polugu” za preuzimanje poduzeća.

Kreditni su se davali na rok od 4 do 10 godina, uz kamatnu stopu od 5 do 12% godišnje i s vremenskim početkom otplate kredita od 12 do 24 mjeseci. Banke su povrat kredita osiguravale uzimanjem u zalog dionica kupljenih poduzeća od zajmotražitelja i hipotekom na nekretnine korisnika kredita ili neke druge osobe, hipotekarnog jamca. Veliki je problem bio u tome što ni u jednom

slučaju nije utvrđena tržišna vrijednost založenih dionica, pa je prema tome dvojbeno je li kredit "dobro pokriven". Osim toga, nad dionicama uzetim u zaloga a kupljenima iz kredita banke nisu stjecale pravo vlasništva, nego tek u situacijama kada korisnik nije podmirivao obveze. Tek tada su banke mogle založene dionice prodati najboljim kupcima i tako naplatiti svoja potraživanja. *Upravo su uvjeti kreditiranja bili jednim od glavnih razloga zašto su se u 1994. godini, a po završnim računima za 1993. godinu, u većoj mjeri dijelile prve dividende u Hrvatskoj. Naime, prve rate "menadžerskih kredita" počele su stizati na naplatu upravo te godine.*

Što je to značilo za poduzeća? Prema mišljenju mnogih analitičara, kao i samih menadžera dioničkih društava, u malom je broju velikih poduzeća u tako kratkom vremenu bilo moguće postići takvu efikasnost koja bi ostvarila profitnu stopu dovoljno veliku i za vraćanje dugova novih vlasnika poduzeća. Naime, ako se većina obveza prema preuzetim kreditima isplaćivala iz dobiti novoutemeljenih dioničkih društava, to je umjesto dokapitalizacije iznutra dovodilo do stvarne de-kapitalizacije novoosnovanih društava kapitala! *Time je započeo vjerojatno još jedan proces "isissavanja vrijednosti" iz već formalno privatiziranih poduzeća.*

*Do danas faktično nije došlo do poništenja svih takvih kredita.* Naime, u tom procesu su svi, osim malih dioničara, samih poduzeća i dugoročnih ciljeva privatizacije, razmjerno dobro prošli: država je zamijenila javni dug za nekadašnje društveno vlasništvo; banke su u biti riskantna potraživanja od države zamijenile za potraživanja od novih vlasnika; i, na kraju, novopečeni menadžeri su, donekle riskirajući vlastitu imovinu i ugled, došli i do određenog (su)vlasničkog statusa. Zatim, *usporedo s menadžerskim kreditima jačale su tendencije "dubljeg preuzimanja poduzeća"* (metodom "torbarenja", tj. otkupom dionica malih dioničara za sitnu gotovinu) i stvaranja "poslovnih carstava" kroz povezana vlasništva u poduzećima. Koliko god da je proces preuzimanja poduzeća u to vrijeme bio donekle reguliran zakonima, on je u stvarnosti (zbog različitih pritisaka na radnike kao male dioničare!) još dodatno potkopavao vjerodostojnost proklamiranih ciljeva i aktera privatizacije u zemlji.<sup>27</sup>

*Drugo je izvorište delegitimacije privatizacijskog projekta centralizacija odluka o procesu pretvorbe/privatizacije i nedefiniranost privatizacijskog zakonodavstva, a treće izvorište su identificirane neregularnosti i sudjelovanje raznih nositelja vlasti u zakonski ili moralno sumnjivim privatizacijama poduzeća.* O tim je temama već pisano u nekoliko navrata (usp. N. Čučković, 1997.; V. Franičević, 1997.). Podsjetimo ovdje zato samo na dva detalja. Kako smo već istaknuli, odabrao model privatizacije (povlaštena prodaja metodom slu-

čaj-po-slučaj) dopuštao je poduzećima da sami predlažu različite načine/tehnike privatizacije, no konačnu odluku o privatizaciji nekog poduzeća donosila je Agencija za restrukturiranje i razvoj, kasnije Hrvatski fond za privatizaciju (HFP). To je zapravo značilo da je na "kraju ona odlučivala kome prodati i po kojoj cijeni, iako su poduzeća sama predlagala najpovoljniju metodu privatizacije i moguće kupce" (N. Čučković, 1997., str. 262).

Ako su menadžeri htjeli doći do realizacije "svoje modela" privatizacije "vlastitog poduzeća", morali su voditi računa o toj činjenici. To je otvorilo vrata lobiranju, "insiderskom trgovanju informacijama" te korupciji pojedinih aktera u tom procesu. S druge strane, "netransparentnost uvjeta prodaje cijelih poduzeća, njihovih udjela i dionica ili pak njihovo prilagođavanje svakom pojedinačnom slučaju djelovali su negativno na odluke potencijalnih ulagača i donijeli neprocjenjivu štetu općoj percepciji procesa privatizacije u javnosti" (N. Čučković, 1999., str. 263). Taj je voluntarizam dobrim dijelom bio odgovoran za kasniji nastanak brojnih neregularnosti u procesu privatizacije, što je pogodovalo širenju korupcije, širenju novih "poznaničko-interesnih mreža" i sprezi političke i nove privatne elite.<sup>28</sup>

Gledano iz današnje perspektive, ne može se reći da je vladajuća elita posve zatajivala negativne strane privatizacije. Treba podsjetiti da je početkom 1995. godine uočene nepravilnosti priznao i HDZ, najavljujući reviziju čak 1000 slučajeva pretvorbe (intervju I. Valenta, glavnog tajnika HDZ, *Nacional*, Zagreb, br. 7. od 5. siječnja 1995.). Te je nepravilnosti kasnije identificirao u svom izvješću i HFP, od 19. srpnja 1996. godine. Među uočenim prekršajima (temeljem uzorka od 136 poduzeća iz 1995./96. godine) najčešći su bili: otplata dionica sredstvima poduzeća, fiktivna dokapitalizacija poduzeća, višestruki upis dionica s popustom (usp. razgovor s M. Kovačem, *Privatizacija*, Zagreb, br. 19/20, 1996.). No predstavnici vladajuće stranke - i kao nositelji funkcija izvršne vlasti - ipak su takve nepravilnosti tumačili kao sporedne, popratne pojave primjene privatizacijskog modela, a ne kao posljedice samoga modela i njegovih inherentnih konceptualnih i izvedbenih promašaja. Takve su tvrdnje umnogome izgubile na vjerodostojnosti kad se, zbog potrebe da se reagira prema javnosti, ali i zbog međusobnih frakcijskih borbi u vladajućoj stranci, (raz)otkrilo da u najčešćim prekršajima u pretvorbi sudjeluju i visoki vladini dužnosnici.<sup>29</sup>



## Legitimacijske napetosti i hrvatska javnost

Drago Čengić  
**Vlasnici, menadžeri i  
kontrola poduzeća**

Iz dosadašnjeg izlaganja vidljivo je da je hrvatski privatizacijski model od početka imao ranjive “legitimacijske temelje”: mogao je zadobiti široku potporu javnosti samo svojim dobrim rezultatima. A upravo su oni, pogotovo u očima najšire javnosti, izostali! Naime, nedavna istraživanja<sup>30</sup> su potvrdila, ovaj put na reprezentativnim uzorcima odraslog stanovništva i sudionika masovne privatizacije – stradalnika domovinskog rata, ono što se već dugo predmnijevalo: da su hrvatski građani izrazito nezadovoljni rezultatima privatizacije (usp. tablicu 54). Kako ovdje nema potrebe za detaljnim prikazom širih (i javnosti dostupnih) rezultata, upozorit ćemo samo na nekoliko stvari koje opterećuju i određuju i vjerodostojnost i poteze nove elite u budućoj politici privatizacije.

**Tablica 54.**  
Percepcija privatizacije u očima hrvatske javnosti i sudionika masovne privatizacije, 1998. godine (%)

Odgovori građana		Odgovori sudionika masovne privatizacije	
1. sasvim je zadovoljavajuća	1,4	1. sasvim je zadovoljavajuća	1,4
2. donekle je zadovoljavajuća	16,9	2. donekle je zadovoljavajuća	23,5
3. donekle je nezadovoljavajuća	21,6	3. donekle je nezadovoljavajuća	17,9
4. sasvim je nezadovoljavajuća	46,8	4. sasvim je nezadovoljavajuća	27,6
5. ne zna / ne može ocijeniti	13,3	5. ne zna / ne može ocijeniti	29,3

Izvor: D. Čengić, I. Rogić, 1999.; Skupina autora, 1998.

*Prvo.* Tek je svaki šesti ispitanik – pripadnik hrvatske javnosti – više zadovoljan nego nezadovoljan vlasničkom transformacijom ostvarenom privatizacijom. Prema analizi jednoga od istraživača, ocjena privatizacije nije povezana s količinom informacija koje ispitanik ima o privatizaciji niti sa samoprocjenom zainteresiranosti za pitanja privatizacije, već je prije riječ o vrlo stabilnoj predodžbi koja se temelji na skromnim informacijama, ali i čvrstom “pučkom konsenzusu” (A. Štulhofer, 1999., str. 94). Međutim, legitimacijski je za privatizacijski projekt kao ključni projekt bivše vlasti najporaznija činjenica da su najnegativniji sud o privatizaciji iskazivali upravo ispitanici između 30 i 50 godina starosti, koji čine *gospodarski najaktivniji* segment populacije (A. Štulhofer, 1999.) Upravo je to, po nama, ona dobna grupa iz koje se formirao tijekom privatizacije i najveći broj malih dioničara, koji su i bivšoj i sadašnjoj političkoj eliti važni kao legitimacijski akteri privatizacijske politike.

*Drugo.* Istraživanje hrvatske javnosti u 1998. godini pokazalo je da je *negativna percepcija privatizacije relativno stabilna u posljednjih nekoliko godina* (tablica 55). Ona je ponajprije utemeljena u sljedećim tezama: da je privatizacija dodatno rasloji-

*la hrvatsko društvo, da su se privatizacijom najviše okoristili ljudi iz vlasti i novi "poslovni carevi" (tajkuni), a na štetu radnika privatiziranih poduzeća. Za našu temu od iznimne je važnosti i podatak da rezultate privatizacije postignute do 1998. godine najnegativnije ocjenjuju ispitanici koji nekadašnja društvena poduzeća smatraju efikasnijim od današnjih privatiziranih, a najpozitivnije oni koji veću djelotvornost pripisuju privatiziranim poduzećima.*

Tablica 55.  
Percepcija negativnih rezultata  
privatizacije (%)

Tvrdnje	1996.		1998.	
	% neslaganja	% slaganja	% neslaganja	% slaganja
Krajnji je učinak privatizacije produbljivanje jaza između bogatih i siromašnih.	13	67	15	67
Privatizacijom su se najviše okoristili ljudi iz stranke na vlasti.	10	71	4	83
Privatizacijom su najviše oštećeni radnici privatiziranih poduzeća.	5	82	12	73
U Hrvatskoj je nekoliko obitelji na sumnjiv način stvorilo "poslovna carstva".	7	77	3	86

Izvor: A. Štulhofer, 1999.

Temeljem činjenice da samo 15 posto građana Hrvatske smatra privatizirana poduzeća uspješnijima od onih u društvenom/državnom vlasništvu, A. Štulhofer s pravom je primijetio kako bi to mišljenje moglo postati ozbiljnom zaprekom daljnjem razvoju poduzetništva, ali i završetku privatizacije u Hrvatskoj. Istodobno, valja biti svjestan i tendencije da se "podozrivost prema privatiziranim poduzećima" može pretvoriti u trajniji izvor građanske i zaposleničke "sklonosti državnom paternalizmu te podrške državnoj regulaciji gospodarstva" (A. Štulhofer, 1999., str. 96).

Najšire sociokulturne i ekonomske varijable koje mogu objasniti na interpretativnoj razini tako negativnu sliku privatizacije jest određeno uvjerenje građanstva o poželjnim vlasnicima poduzeća, o poželjnim i ostvarenim ciljevima privatizacije, percepcija privatizacijskih "gubitnika" i "dobitnika", uočena obilježja poduzetnika poniklih iz privatizacijskog procesa te doživljeni pad životnog standarda (usp. tekstove N. Čučković, 1999., A. Štulhofera, 1999., I. Rogića, 1999.). Prema raspoloživim podacima, dobar dio hrvatskih građana smatra se "moralnim baštinicima" bivšeg društvenog vlasništva (A. Štulhofer, 1999.). Naime, na pitanje "Tko je trebao postati vlasnikom bivše društvene imovine?", odgovori su: radnici privatiziranih poduzeća (50,0%), svi građani Hrvatske (26,0%), dok 14,0% ispitanika nije znalo odgovoriti na to pitanje. Gledano iz teorijske

perspektive, imajući na umu i druge “faktore proizvodnje” kao što su kapital, znanje i upravljački “know-how”, jasno je da je kategorija “moralnih titulara” utemeljenih jedino na radu vrlo upitna. Međutim, to mišljenje dobrog dijela zaposlene javnosti jest, bez obzira na to smatrali ga naslijeđem “komunizma” ili “samoupravljanja”, po svemu sudeći “društvena činjenica” prvoga reda, činjenica o kojoj moraju voditi računa i kreatori buduće politike privatizacije u Hrvatskoj.

Ovi podatci, kao i podatci o poželjnim i ostvarenim ciljevima privatizacije (tablica 56) zanimljivi su jer pokazuju da su, iz sadašnje perspektive, početne intencije političkih tvoraca privatizacije u pogledu odabira načela transformacije bivšeg društvenog vlasništva i usmjerenosti na “unutarnje grupe” kao ključne titularne vlasništva možda bile i podudarne s intimnim očekivanjima zaposlenih radnika.

Tablica 56.

Poželjni i ostvareni ciljevi privatizacije u hrvatskoj javnosti 1998. godine

Cilj	Rang poželjnosti	Rang ostvarenja	Razlika
1. očuvanje radnih mjesta	1	17	-16
2. blagostanje zaposlenih	2	18	-16
3. pravedna razdioba bogatstva na one koji su ga stvarali	3	19	-16
4. povećanje poslovne uspješnosti poduzeća	4	11	-7
5. dobitak sredstava za zapošljavanje nezaposlenih	5	16	-11
6. dolazak sposobnih ljudi na ključna mjesta u poduzećima	6	12,5	-5,5
7. stjecanje zarade/profita	7	3	+4
8. razvoj tržišnoga gospodarstva kao u zapadnim zemljama	8	14	-6
9. određenje vlasnika radi boljeg upravljanja poduzećem	9	6,5	+2,5
10. razvoj političkih sloboda svih građana u zemlji	10	4	+6
11. razvoj malih i srednjih poduzeća	11	9	+2
12. dobitak sredstava za obnovu razorenih područja	12	6,5	+5,5
13. veća neovisnost poduzeća o državnoj upravi	13	10	+3
14. porast broja dioničara među običnim građanima	14	8	+6
15. ulaganje stranog kapitala u naša poduzeća	15	15	0
16. popuna državnog proračuna	16	2	+14
17. postizanje što boljeg vlasničkog položaja u društvu	17	5	+12
18. razvoj kapitalizma bez upletanja stranog kapitala	18	12,5	+5,5
19. bogaćenje malog broja ljudi bez suvišnog rada	19	1	+18

Izvor: Skupina autora, 1998.

*Međutim, izvedbeni privatizacijski projekti i prateća okrupnjavanja vlasničkih udjela od moćnijih socijalnih grupa snažno su potresli socijalnu sigurnost radnika (zaposlenje i redovitost plaća) i njegov životni standard. Riječju, narušene su i zapo-*

sleničke i građanske koncepcije socijalne pravednosti i blagostanja, uz istodobnu prikraćenu mogućnost građana da participiraju u privatizacijskom procesu barem u jednakoj mjeri kao zaposleni radnici (idealno: boljestojećih poduzeća)! Nije ni čudno stoga što među prediktorskim varijablama, koje objašnjavaju takvu sliku privatizacije, prednjači naraslo nepovjerenje u institucije političkoga sustava i promjena/pad životnog standarda (A. Štulhofer, 1999.; V. Šakić, 1999.).<sup>31</sup>

*Treće.* Navedena su istraživanja otkrila, uspoređujući obavijesne izvore o privatizaciji u pripadnika najšire javnosti i sudionika masovne privatizacije, određeni “obavijesni egzil” u kojem se nalazi hrvatska javnost (prema I. Rogiću – “javnost privatnika”, 1999.) kad je riječ o obaviještenosti o privatizaciji i o masovnoj privatizaciji (usp. tablicu 57).

Tablica 57.  
Kako anketirani ocjenjuju  
vlastitu obaviještenost o  
hrvatskoj privatizaciji

Obaviještenost	Postotak anketiranih	
	Skupina autora	Čengić i suradnici
Ništa ne znam o privatizaciji	20,6	32,1
Znam neke osnovne stvari	60,4	52,8
Dobro sam informiran	14,8	12,3
Vrlo sam dobro informiran	4,2	2,4

Prema I. Rogiću, dobiveni podatci mogu se razumjeti i kao ocjena anketiranih da za privatizaciju “*obavijesno nisu bili pripremljeni*”. Odgovori i građana i stradalnika domovinskog rata, međutim, posve su sukladni našim prethodnim tvrdnjama – da je hrvatski model privatizacije od početka isključivao širu javnost (građanstvo) kao relevantnog aktera u provedbi privatizacijskog projekta. Nije stoga čudno da ta javnost uglavnom “ponešto zna” o privatizaciji. Riječ je o onom tipu znanja koje razumije osnovne obrise predmetnosti, ali je “*nedostatan za bilo kakvo racionalno orijentiranje*” (I. Rogić, 1999., str. 70). Zato u takvih aktera privatizacijskog projekta njihovo razumijevanje samoga projekta često ovisi o interpretaciji njima najbližih autoriteta.

Ipak, ni oslonjenost na “obavijesne autoritete” nije bezuvjetna. Naime, hrvatska se javnost o privatizaciji informira(la) uglavnom iz dva glavna tipa obavijesnih izvora. Prvi su tip masovni mediji (čitaj: televizija), a drugi je interpersonalno komuniciranje u obitelji i skupinama prijatelja. Prema Rogićevoj analizi, anketirani drže najvrednijim obavijesti, uvide, ocjene *stečene u interpersonalnoj komunikaciji*. Ako je ta analiza točna, to znači da su svojim ocjenama privatizacijskih rezultata građani pokazali kako ne vjeruju informacijama o njoj koje je službena vlast slala kroz televiziju kao glavni obavijesni kanal.<sup>32</sup>

*Ovaj je podatak važan i zbog toga što implicira tezu da je službena vlast preko kontroliranih medija (a televizija je to svakako bila!) čak i uz sustavnu "medijsku kampanju" teško mogla mijenjati određena uvjerenja javnosti o privatizaciji. Prosječni medijski konzument, u situaciji medijskih privatizacijskih skandala (koji su sasvim sigurno imali određen utjecaj na građansku sliku privatizacije), ipak je "pouzdan" informacije tražio analizirajući osobno i tuđe ali konkretno privatizacijsko iskustvo - u primarnim društvenim krugovima (prijatelji, obitelj, kolege s posla). Već poznate situacije kao što su neisplaćivanje mjesečnih plaća, otpuštanja s posla, ucjenjivanje malih dioničara da pošto-poto prodaju svoje vlasničke udjele, samo su dodatno podigle zid između "prave istine o privatizaciji", na temelju životnog iskustva građana kao zaposlenika i "službene verzije" privatizacijskih rezultata. No, taj je nalaz relevantan i za problem legitimiteta politike privatizacije u nove političke elite.*

#### *Država kao akter privatizacije i korporacijske kontrole u novim prilikama*

Ako je hrvatska privatizacija pala na ispitu u hrvatskoj građanskoj i radno-zaposleničkoj javnosti - a one su najširi okvir borbe za naklonost birača - koji su glavni činitelji toga neuspjeha? Naši su zaključci u pogledu ovoga pitanja sljedeći. *Prvo, iako su - kao i u svakoj drugoj postsocijalističkoj zemlji - privatizacijski model i njegova izvedba ulazili u "projekte visokog socijalnog, ekonomskog i političkog rizika", u Hrvatskoj se o tome (namjerno) nedovoljno vodilo računa. Zato se nisu kontingentno i fazno pratili prvi rezultati privatizacijskog projekta i radili nužni zaokreti prema redefiniciji hrvatskog modela privatizacije.*

*Drugo, nisu se nikada ozbiljno - na razini jedne obuhvatnije znanstvene i političke rasprave - razmatrale unutrašnje proturječnosti hrvatskog modela privatizacije, koje u svojoj konačnici mogu dovesti do posve neprimjerenih rezultata, a osobito do blokade modernizacijskih potencijala u novonastalim poduzećima kao društvima kapitala. Taj je moment jedan od bitnih razloga zašto su u konačnici javno percipirani rezultati privatizacije izazvali nepovjerenje prema institucijama poduzetništva i prema poduzetničkoj, menadžerskoj i političkoj hrvatskoj eliti. Nije ni čudno što je u posljednje vrijeme jedna od najširih legitimacija "poštenog političara" podatak da u vlasništvu nema dionice bilo kojega od novonastalih dioničkih društava!*

*Treće, poradi tijeka privatizacije već je u prvih nekoliko godina postalo jasno da će znatan dio imovine hrvatskih poduzeća*

*završiti u rukama države i državnih fondova, a većina i svjetskih i domaćih iskustava upozorava kako je od “društvenog vlasništva” gora još samo država kao vlasnik poduzeća (usp. shemu 2).*

<i>Ulaz (1991.)</i>	<i>Ne/kontrolirani procesi (1993.-1998.)</i>	<i>Izlaz/rezultati (1999.)</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>*društveno vlasništvo i određeni fond poduzeća</li> <li>*ciljevi i akteri privatizacije</li> <li>*zakonodavni okvir</li> <li>*institucije provedbe privatizacijskog projekta</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*država kao poduzetnik umjesto da je samo tvorac “pravila igre”</li> <li>*izostala komunikacija sa stručnom i širokom javnošću</li> <li>*privatizirana se poduzeća koriste samo kao skup nekretnina i spekulativnih “kapitalnih dobitaka”, a bez sankcija države</li> <li>*netransparentne transakcije između državnih fondova i pojedinih poduzetnika</li> <li>*preuzimanje poduzeća od strane menadžera i vanjskih vlasnika uz pomoć financijske poluge (“menadžerski krediti”)</li> <li>*država ne pruža poticajne mjere za razvoj poduzetništva, koje bi moglo stvarati nova radna mjesta</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*mali financijski učinci privatizacije</li> <li>*nelegitimna vlasnička, poduzetnička i politička elita</li> <li>*razvoj sive ekonomije</li> <li>*veliko socijalno raslojavanje i velik broj nezaposlenih</li> <li>*upitan je razvojni potencijal novih vlasnika privatiziranih poduzeća</li> <li>*masovne frustracije u javnosti s percipiranim rezultatima privatizacije i općim osiromašenjem</li> <li>*zarazno širenje korupcije u formalnim i neformalnim institucijama države i društva</li> <li>*rast nepovjerenja javnosti prema institucijama političkog sustava</li> </ul>

**Shema 2.**  
Hrvatska privatizacija kao projekt prema modelu analize “ulaz-izlaz”: od 1991. do 1999. godine

Međutim, zbog interesa novostvorenih saveza između frakcija političke i kvazi-poduzetničke elite, svjesno se zatvaralo oči pred tom tendencijom novog podržavljenja najvećeg dijela tadašnjeg društvenog kapitala. Službeno se to opravdavallo tezom da je prvo potrebno – kroz pretvorbu – doći do titulara vlasništva, te se tako što prije riješiti samoupravljanja i ne-vlasnički utemeljenog “društvenog vlasništva”. *U svemu tome podcijenjeno je i zanemareno sociokulturno naslijeđe radništva i najširih radnih slojeva, koji sebe umnogome doživljavaju moralnim titularima bivšeg društvenog vlasništva.*

*Koji su temeljni ciljevi nove političke koalicije i temeljni činitelji legitimiteta u novoj politici privatizacije?* Sudimo li po dosadašnjim potezima sadašnje vlade i po prijedlozima dvaju, za privatizaciju relevantnih, zakona (Prijedlog zakona o reviziji pretvorbe i privatizacije, Vlada RH, svibanj 2000.; Prijedlog zakona o izmjenama i dopunama zakona o privatizaciji, HFP, lipanj 2000.), *nova vlast u području privatizacije ima nekoliko glavnih ciljeva.* Prvo, ispravljanje nepravilnosti u dosadašnjoj privatizaciji “revizijom pretvorbe i privatizacije”, a polazeći od teze da se “nepravde učinjene

u pretvorbi i privatizaciji isprave te da se osigura da pretvorba bude za većinu građana gospodarski, politički i socijalno prihvatljiva” (Prijedlog zakona o izmjenama i dopunama zakona o privatizaciji, str. 3).<sup>33</sup> Drugo, *brzo povlačenje države iz upravljanja preostalim portfeljom državnih poduzeća putem spajanja toga portfelja u rukama HFP-a, pojednostavljenjem i uvođenjem novih oblika brze prodaje dionica tih poduzeća*. Treće, *očuvanje maksimalnog broja “malih dioničara”*, kroz nove popuste u otplati preostalih dionica; riječima zakonodavca – “ide se na motiviranje kupaca popusnih dionica za ponovno sklapanje ugovora, raskinutih zbog neplaćanja i sklapanja novih ugovora pod povoljnijim uvjetima”. Četvrto, što razvidnija privatizacija velikih javnih/državnih poduzeća; na primjeru priprema za nastavak privatizacije Hrvatskih telekomunikacija vidi se nakana da se u tom procesu ne vodi računa samo o dioničarima (*shareholders*) već i o drugim dionicima korporacije (*stakeholders*), kao što su zaposleni, država itd.; u tom smjeru idu i najave o ulasku predstavnika zaposlenikâ u nadzorne odbore velikih dioničkih društava koja su još uvijek u portfelju države. Peto, općenito jačanje socijalne sigurnosti zaposlenih, kroz parcijalne izmjene radnog zakonodavstva i zakona o stečaju, gdje se radnici pojavljuju kao vjerovnici prvoga reda.

*Općenito govoreći, nova politička elita prihvatila je tezu javnosti o radnicima kao “moralnim titularima društvenog vlasništva” i vjerojatno će dosljednije nego prethodna politička garnitura izvući sve konzekvenecije iz prihvaćanja te teze. No, niti ona nije za sada, sudeći po obrazloženjima spomenuta dva zakonska prijedloga, dublje ušla u analizu unutrašnjih proturječnosti hrvatskog modela privatizacije i ključnih problema korporacijskog upravljanja niti je pokazala da je interesira mišljenje stručne javnosti o poželjnim potezima u području (moguće) nove privatizacijske politike.*

Legitimacijski obrazac prethodne političke elite u privatizacijskom projektu svodi se u biti na nekoliko temeljnih elemenata: da se privatizacijom napušta bivši ne-vlasnički sustav, da se njome želi ostvariti pravedna razdioba društvenog bogatstva i narodni kapitalizam te da se istodobno želi razvoj “tržišnoga gospodarstva kao u zapadnim zemljama”. Naglasak je bio na utopijskim ciljevima privatizacije, dok se u stvarnosti privatizacija svela na punjenje državnog proračuna i razvoj primitivnog tipa kapitalizma. *Nova je politička elita od utopijskih ciljeva privatizacije zadržala “ispravljanje nepravdi” iz ne tako davne prošlosti, dok je posve otvoreno povećala broj pragmatičnih ciljeva: od bijega države iz poduzeća do izravnog punjenja državnog proračuna sredstvima od privatizacije velikih sustava.*

Kad je riječ o naravi nabrojanih ciljeva, slijedi i jedno temeljno pitanje: u kojoj mjeri ti ciljevi sažimaju prethodna iskustva s privatizacijom i jesu li ti ciljevi ostvarivi u realnom vremenskom razdoblju? Iako su ti ciljevi, po nama, doista uzeli u obzir prethodno “negativno naslijeđe privatizacije”, oni su tendencijski nesukladni u jednoj temeljnoj intenciji: da se kroz postupak revizije pretvorbe i privatizacije mogu ispraviti sve dosadašnje nepravde uočene u tome procesu! Naime, *dok najavljeno spajanje i brza prodaja preostalog portfelja državnih poduzeća tendencijski implicira odustajanje države od upravljanja tim poduzećima, ova-ko predviđena revizija pretvorbe i privatizacije otvara put ponovnom državnom intervencionizmu u velikom dijelu već privatiziranih poduzeća, što se može pretvoriti u novu “lošu beskonačnost” i začinjanje novih nepravdi.*

Naime, poteškoće ispravljanja privatizacijskih nepravdi tiču se zapravo osjetljivosti naknadne revizije uspostavljenih vlasničkih struktura. Je li moguće naknadno mijenjati vlasničke odnose a da se i tom intervencijom ponovno ne naprave neke nove nepravde? Kako ističe I. Bičanić, “bez obzira na to koje se zakonsko rješenje izabere, zakoni ne mogu djelovati retroaktivno pa se domet privatizacije svodi na tehničko pitanje je li privatizacija oko 2500 poduzeća bila sukladna tada važećim zakonima?” (*Banka, Zagreb, br. 2, 2000. str. 18-19*).<sup>34</sup> Po našem mišljenju, bez obzira na to što nova politička elita misli da revizijom pretvorbe i privatizacije odgovara na najdublja očekivanja javnosti i ispravlja uočene nepravde, široko postavljena revizija – s brojnim akerima koji je mogu pokrenuti i bez jasnog roka u kojem će se provesti, može dodatno destabilizirati vlasničke strukture, i uspješnih poduzeća nastalih privatizacijom, i dodatno delegitimirati poduzetničku elitu u javnosti, a to je suprotno očekivanjima da će nadolazeći i inozemni i domaći ulagači uza značajne državne poticaje – kroz suradnju s tom i takvom poduzetničkom elitom – otvarati nova poduzeća i nova radna mjesta.<sup>35</sup>

Umjesto toga bilo bi možda korisnije da se usporedno provede “parcijalna revizija” privatizacije, prateći evidentne prekršaje u pretvorbi/privatizaciji, nastale temeljem nepoštivanja bivših zakona, propisa i ugovora s HFP-om i na jačanje tržišne konkurencije koja bi onemogućivala sustavnu (političku) proizvodnju korupcije i “tražitelja renti” u novonastaloj poduzetničkoj strukturi. Hrvatska je situacija u tom smislu analogna s ukrajinskom, sudeći prema analizi A. Aslunda (1999.).

Naime, Aslund je zapazio da razvojem Ukrajine u zadnjih deset godina dominira zapravo politička elita “tražitelja renti”, koja je proizvela i usporedni sloj “rent-



no orijentiranih” (*rent-seekers*) umjesto “profitno orijentiranih poduzetnika” (*profit-seekers*). Po njegovu mišljenju, kratkoročno je moguće sustav rentiranja prekinuti novim istragama, političkim kontrolama, čak i novim zakonima ima li nova politička elita za to dovoljno znanja, vremena i kadrova. Međutim, uzimajući u obzir kako je svojedobno merkantilizam nestajao u V. Britaniji, Aslund zaključuje da se na duži rok korupcija može bolje tući s konkurencijom negoli sa zabranama. Za Hrvatsku to bi moglo značiti sljedeće: na duži rok moguće je “iz igre” ukloniti privatizacijske “tražitelje renti” i špekulante, pa onda i nepravde koje su povezane s njima, dosljednim razvojem natjecateljskog tržišta, otvaranjem međunarodnome tržištu, jačanjem korporacijske kontrole, pravodobnim nadzorom poštivanja zakonitosti na temelju domišljenih zakona i stvaranjem mogućnosti za brzi nastanak novih tvrtki.

## SKLONOST DRUGIM MODELIMA KORPORACIJSKOG UPRAVLJANJA

Bilo nam je teško u jednom ovakvom (pretežno izviđajnom) istraživanju naše ispitanike opteretiti i dubinskim pitanjima o daljnjoj evoluciji korporacijskog upravljanja u Hrvatskoj i o prednostima nekih drugih modela korporacijskog upravljanja (američko-britanskoga, primjerice). Ipak, polazeći od teze da u dobrom dijelu naših dioničkih društava nalazimo različite oblike “menadžerske kontrole” i “menadžerskoga ukopavanja na hrvatski način” i da istodobno u svim kriznim situacijama u poduzećima prvo strada radna snaga, pitali smo ih: 1) što misle o tome da i radnici imaju svoje predstavnike u nadzornim odborima poduzeća, kao što je još uvijek slučaj u velikim njemačkim korporacijama; zatim, 2) što misle o ideji da jedna trećina članova nadzornih odbora bude iz redova menadžera, pa čak i da menadžeri budu predsjednicima tih istih odbora, kao što je slučaj u anglosaskom modelu korporacijskog upravljanja?

	<i>Menadžeri</i>	<i>Članovi NO-a</i>
1. da, svakako	41,4	44,4
2. da, ali samo u državnim/javnim poduzećima	14,3	11,1
3. da, ali samo u poduzećima s više od 1000 radnika	5,7	10,4
4. nešto drugo	7,1	6,7
5. ne	31,4	27,4

**Tablica 58.**  
(Ne)prihvatanje teze da i radnici trebaju imati svoga predstavnika u NO-a poduzeća (%)

Dobiveni podatci (tablica 58) sugeriraju sljedeće zaključke. *Prvo, većina menadžera i članova NO-a ne protivi se "ideji radničkog nadzorništva"*; naime, 41,4% menadžera, odnosno 44,4% nadzornika prihvaća ideju da radnici imaju svoga predstavnika u nadzornim odborima naših dioničkih društava – bez ikakvih uvjeta. Manjina ih prihvaća ovu ideju, ali ograničenu samo na državna poduzeća, odnosno na velika poduzeća, s više od 1000 radnika.

*Drugo, ideju da jedna trećina članova NO-a bude iz redova menadžera, prihvaća preko polovine menadžera, ali se tome protivi 65,2% sadašnjih članova NO-a* (tablica 59).

**Tablica 59.**  
(Ne)prihvatanje teze da bi barem jedna trećina NO-a trebala biti iz redova menadžera poduzeća (%)

	Menadžeri	Članovi NO-a
1. da	51,4	33,3
2. ne	41,4	65,2
3. nešto drugo	7,1	1,5

Što je u pozadini protivljenja toj ideji, možemo za sada samo spekulirati. Pretpostavljamo da jedan dio članova NO-a u tome vidi jedan posve nov koncept upravljanja dioničkim društvima, koncept koji odudara od europske/njemačke pravne tradicije, pa ga drži neprihvatljivim za naše prilike. Osim toga, moguće je da se dobar dio članova NO-a protivi tome i zbog egoističnih ekonomskih razloga, jer u tome vidi suženi prostor za očuvanje sadašnjih mjesečnih primanja na temelju funkcija u nadzornim odborima današnjega tipa.

**Tablica 60.**  
(Ne)prihvatanje teze da bi menadžeri mogli biti i predsjednici nadzornih/upravljačkih odbora (%)

	Menadžeri	Članovi NO-a
1. da	41,4	31,1
2. ne	52,9	65,2
3. nešto drugo	5,7	3,7

*Treće, i menadžeri i članovi NO-a protive se ideji da bi predsjednici uprava trebali biti i predsjednicima novih upravljačkih odbora, ako bi se oni osnovali u dogledno vrijeme.* Protiv te ideje izjasnilo se 52,9% menadžera i 65,2% anketiranih članova NO-a (tablica 60). Očito, ta je ideja – zbog dominirajućeg institucionalnog modela korporacijske kontrole u dioničkim društvima – toliko radikalna u našim prilikama da još uvijek izaziva oprez ne samo nadzornika već i samih predsjednika uprava. Kao da su se anketirani menadžeri kod ove teme uplašili mogućnosti da još više povećaju ne samo svoju odgovornost u takvoj situaciji već i – moć!

Provedena hi-kvadrat analiza ukazuje na nekoliko zanimljivih odnosa, odnosno na izostanak zdravorazumski

očekivanih razlika među pojedinim varijablama. Primjerice, *pokazalo se da poslovna (ne)uspješnost poduzeća nije distinktivna varijabla niti u odnosu na izražena mišljenja menadžera o ključnim elementima moguće novih, inoviranih (njemačkih i anglosaskih) modela korporacijskog upravljanja*. To znači da su i menadžeri iz poduzeća-gubitaša, kao i menadžeri iz - u posljednje tri godine - poslovno uspješnih poduzeća na sličan način odgovarali na pitanja o "radničkom nadzorništvu" u nadzornim odborima, na pitanja o ideji da se jedna trećina članova NO-a formira iz redova samih menadžera poduzeća, odnosno na pitanje o ideji da menadžeri mogu biti i predsjednici nadzornih odbora. Slično, pokazalo se da pojedini tipovi vlasničke kontrole (izrazita vlasnička kontrola - neizrazita vlasnička kontrola) uopće značajnije ne diferenciraju odgovore menadžera u odnosu na moguće, nove modele korporacijskog upravljanja. Očito je da se (ne)sklonost idejama reforme hrvatskoga korporacijskog modela u domaćih menadžera krije u nekim drugim činiteljima, do kojih je na temelju ovih podataka teže prodrijeti.

Kad je riječ o mogućim odnosima između poslovne (ne)uspješnosti i drugih tipova korporacijskog upravljanja na temelju percepcije ovoga problema u članova nadzornih odbora, iskazana je statistički značajna razlika između tipa poslovanja poduzeća i ideje o menadžerima kao predsjednicima NO-a. Naime, članovi nadzornih odbora iz poduzeća-gubitaša češće no članovi nadzornih odbora iz poslovno uspješnih poduzeća smatraju da menadžeri ne bi smjeli biti i predsjednicima nadzornih odbora (Pearson = 4.789,  $p < .024$ ). Primjerice, od 68,9% anketiranih članova NO-a koji se protive toj ideji, 44,5% nalazi se u nadzornim odborima poslovno neuspješnih poduzeća.

Zatim, zanimljivo je da anketirani predsjednici nadzornih odbora u većoj mjeri no članovi NO-a - predstavnici manjinskoga vlasnika ističu stajalište da menadžeri ne bi trebali biti i predsjednici NO-a, pri eventualnoj izmjeni hrvatskog modela korporacijskog upravljanja. Naime, od 43,5% anketiranih predsjednika NO-a njih 34,3% protivi se toj ideji, dok su drugi članovi NO-a podjednako i za tu ideju (31,5% od 56,5%) i protiv nje (25,0%) (Pearson = 6.227,  $p < .015$ ).

## BILJEŠKE

<sup>1</sup> Prema podacima HFP-a (Zagreb, lipanj 2000.) Fond u poduzećima iz svoga portfelja (1.850 dioničkih društava) sudjeluje u upravljanju preko svojih predstavnika u nadzornim odborima. Od 3.126 članova nadzornih odbora, koliko ih ukupno ima u 1.850 društava u portfelju HFP-a, Hrvatski fond za privatizaciju zastupa 1.179 članova, od čega 417 imenovanih i 762 biranih na skupštini.

Pridruživanjem portfelja Državne agencije za sanaciju banaka i Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje portfelju HFP-a (na čemu se intenzivno radi) povećat će se broj društava u portfelju, pa tako i broj predstavnika u nadzornim odborima. Radi njihovog efikasnijeg i kvalitetnijeg rada, Upravni odbor HFP-a usvojio je Pravila za rad članova nadzornih odbora kojih su se dužni pridržavati predstavnici Fonda, a koja naglašavaju stručnost, moralnost i odgovornost za posao koji se obavlja. Treba, međutim, naglasiti da je Fond odgovoran tek za 25,10 posto vrijednosti portfelja u 1850 društava u kojima je vlasnik, što znači da uspješan rad pretpostavlja suradnju s ostalim dioničarima.

<sup>2</sup> Prema istom izvoru, dobit veću od gubitaka imalo je u 1999. godini relativno malo djelatnosti: građevinarstvo (147,9 milijuna kuna), poslovanje nekretninama, iznajmljivanjem i poslovnim uslugama (124,8 milijuna kuna), i obradovanje (4,4 milijuna kuna). Gubitak veći od dobiti zabilježen je u 11 djelatnosti, a najteže je bilo u prerađivačkoj industriji, na koju se odnosilo 47,6% ukupnih gubitaka. Zanimljivo: u toj je djelatnosti istodobno zabilježena i najveća dobit: 41,8% ukupne dobiti! U sklopu prerađivačke industrije s većom dobiti od gubitaka poslovala su samo tri djelatnosti: proizvodnja papira, izdavaštvo i tiskarstvo, proizvodnja kemikalija, kemijskih proizvoda i umjetnih vlakana.

Velike gubitke u 1999. godini imali su trgovina na veliko i malo (233.476 milijuna kuna), promet, skladištenje i veze (762.351 milijun kuna) te hoteli i restorani (1.207.019 milijuna kuna) ("400 najvećih", *Privredni vjesnik*, Zagreb, 12. lipnja 2000., str. 2).

<sup>3</sup> Posljednji podatci ZAP-a (*Večernji list*, Zagreb, 7. lipnja 2000.) potvrđuju – na razini cijele zemlje – velike promjene u vlasničkoj strukturi hrvatske privrede, koje traju gotovo desetak godina. Privatni sektor postaje sve dominantniji brojem poduzetnika i brojem zaposlenih, ukupnim prihodom, ostvarenom dobiti i davanjima državi temeljem poreza na dobit. Primjerice, iako je u 1990. godini već bilo privatno 62,5% poduzeća, u njima je bilo zaposleno samo 1,7% radnika, dok u 1999. godini imamo 95,7% privatnih poduzeća, koja zapošljavaju gotovo polovicu (45,5%) zaposlenih. Pridodaju li se tomu zaposleni u poduzećima u mješovitom vlasništvu, s više od 50% privatnoga kapitala, udjel se zaposlenih povećava na 67,9%.

*No problem je u tome što državna poduzeća još uvijek raspolazu najvećom imovinom i zbog toga je privatizacija tih poduzeća jedno od ključnih pitanja ukupne učinkovitosti hrvatske privrede!* Poduzeća u državnom vlasništvu i ona u mješovitom vlasništvu s pretežitim državnim kapitalom (s više od 50%) činila su 1999. godine samo 2,3% poduzetnika, zapošljavala su 31,5% radnika i ostvarila 23% ukupnoga prihoda. U tim je poduzećima evidentirano 54,1% dugotrajne imo-

vine, tako da je tehnička opremljenost stalnim sredstvima po jednom zaposlenom više nego dva i pol puta veća nego u privatnom sektoru. No, ta su poduzeća u 1999. godini zabilježila 18,9% dobiti, ali čak 48,8% gubitaka svih poduzetnika. S druge strane, poduzeća s privatnim kapitalom, uključujući i ona u mješovitom vlasništvu s pretežitim privatnim kapitalom, financijski su znatno učinkovitija: u 1999. godini ostvarila su 80,9% dobiti svih poduzetnika, korištenjem 45,5% dugotrajne imovine i 43,8% kapitala. Time je profitirao i državni proračun, jer ovaj sektor vlasništva donio je državi temeljem poreza na dobit 88,0% od ukupnoga poreza.

- <sup>4</sup> Usput, nije nezanimljivo spomenuti da predstavnici malih dioničara (manjinskog vlasnika) u većoj mjeri no predsjednici NO-a uopće nisu znali broj dioničara poduzeća u čijem NO-u sjede (Pearson = 4.102, p .05).
- <sup>5</sup> Prema rezultatima poslovanja za 1998. godinu 753 društva iz portfelja HFP-a poslovala su s gubitkom, a 1.097 s dobiti. Ukupni iznos dobiti društava iz portfelja je 2.111.353.000 kuna, a ukupni iznos gubitka 5.686.833.000 kuna. Ostvareni ukupni prihod svih društava je 69.212.798.000 kuna, a ukupni rashodi su 72.228.124.000 kuna. Kad je riječ o 1999. godini, situacija je sljedeća: od 1.610 društava za koje su prikupljeni podatci, dobit je u prošloj godini ostvarilo 755 društava, a većina je (851 društvo) poslovala s gubitkom. Pritom je najveći broj društava koja su poslovala s dobiti u skupini gdje država ima 25 posto ili manje udjela (523 društva). Međutim, u odnosu na ostvarenu ukupnu dobit tih društava, njihov je gubitak čak devet puta veći i iznosi oko 2,5 milijarde kuna, što dovoljno govori o naravi toga portfelja poduzeća.
- <sup>6</sup> Ovo upozorava na stare probleme između vlasništva, rasta poduzeća i upravljanja, jer i hrvatsko iskustvo pokazuje da je jedan od čestih problema i uspješnijih tvrtki (pogotovo onih koje su rasle kao autohtona poduzetništva iz obrtničkih radionica ili malih poduzeća) nevoljkost i/ili nesposobnost vlasnika da se na vrijeme uklone iz operativnog rukovođenja tvrtkama. Rijetki su oni koji to uviđaju i na vrijeme se povlače iz uprava i nadzornih odbora. U takve ulazi i nedavni potez vlasnika Lure, Zagreb, Luke Raića. Naime, ne tako davno L. Raić napustio je rukovodeće funkcije u poduzeću, a nedavno je i nadzor nad poslovnim sustavom prepustio drugima. Za nove članove nadzornog odbora Lure odabrana su, između ostaloga, zvučna imena hrvatske poslovne elite: F. Luković (predsjednik uprave Zagrebačke banke), Milan Artuković (predsjednik uprave Francka), V. Srića (profesor na Ekonomskom fakultetu u Zagrebu) te J. Madiazza (odvjetnik iz Zagreba). Prema *Večernjem listu* (Zagreb, 31. 5. 2000.), Raić je izjavio: "Nakon prve godine poslovanja Lure kao dioničkog društva, kada su u nadzornom odboru bili članovi iz sastava Lure, namjeravamo proširiti NO i u njega uvesti vanjske članove. Spomenuta su četiri kandidata izabrana zbog njihove stručnosti i menadžerske sposobnosti" (isti izvor).
- <sup>7</sup> Tamo gdje je bilo više problema, bilo je i više sastanaka članova NO-a. Prema menadžerima, nadzorni odbori u poduzećima kojima rukovode sastajali su se najčešće sljedećom dinamikom: 1) do 6 sastanaka: u 45,3% poduzeća, 2) od 7 do 12 sastanaka: u 52,7% poduzeća, 3) s 13 i više sastanaka: 2,0% po-

duzeća. Prema članovima NO-a njihovi su se nadzorni odbori godišnje sastajali sljedećom dinamikom: 1) do 6 sastanaka: u 47,4% poduzeća, 2) od 7 do 12 sastanaka: u 39,3% poduzeća, 3) s 13 i više sastanaka: u 13,3% poduzeća.

- <sup>8</sup> Za tu smo prigodu pripremili sljedeće varijable, uredivši ih kako slijedi: spol ispitanika, životna dob (do 49 godina, 50 i više godina), ukupne godine radnog staža (do 19 godina, 20 do 29 godina, 30 i više godina), najviša završena škola ispitanika, stručna sprema ispitanika, zanimanje roditelja, tvrtka stalnog zaposlenja (neprivatizirana, privatizirana, ostalo), radni staž u tvrtki stalnog zaposlenja, službena funkcija ispitanika u poduzeću stalnog zaposlenja (generalni direktor ili član uprave, direktor sektora ili odjela, nositelji profesija), funkcija ispitanika u nadzornom odboru (predsjednik NO-a – član NO-a), godina imenovanja na sadašnju nadzorničku funkciju (do 1998. godine, 1999. godine), ranije članstvo u NO-u (da/ne), članstvo u drugim NO-ima (ne/da), iznos mjesečne naknade za rad u NO-u (do 1.500 kn, više od 1.500 kn), područje djelatnosti poduzeća gdje je član NO-a (industrija i rudarstvo, druge privredne grane), broj zaposlenih u poduzeću gdje je ispitanik član NO-a (do 250 zaposlenih, 251 do 500, preko 500 zaposlenih), procjena poslovanja poduzeća u zadnje tri godine (s gubicima – s dobitcima), broj članova NO-a (do 5 članova, 6 i više članova), broj dioničara u poduzeću (do 500 dioničara, preko 500 dioničara), stupanj vlasničke kontrole (slaba vlasnička kontrola – izrazita vlasnička kontrola), većinski vlasnik poduzeća (zaposleni radnici, država, domaća poduzeća ili PIF-ovi, pojedinačni vlasnici – uključujući i menadžere), tip promjena vlasničke strukture (ista, koncentracija u rukama domaćih vlasnika, koncentracija u rukama inozemnih vlasnika), mišljenje o “radničkom nadzorništvu”, mišljenje o ideji da menadžeri budu članovi NO-a, mišljenje o ideji da menadžeri budu i predsjednici nadzornih odbora!
- <sup>9</sup> U okviru tematskog istraživanja razvojnih i psihosocijalnih posljedica privatizacije, koje se radi za Ministarstvo znanosti i tehnologije RH, provedena su u 1998. godini dva velika empirijska istraživanja; prvim je ispitana percepcija privatizacije u hrvatskoj javnosti (anketirano je 1.000 punoljetnih građana Hrvatske i 133 hrvatska povratnika iz inozemstva), a drugim je praćen proces masovne privatizacije u Hrvatskoj (ovdje je anketirano 1.570 posjednika kupona, 124 menadžera poduzeća obuhvaćenih masovnom privatizacijom, a u dva maha obavljene su intervjui s menadžerima sedam privatizacijskih investicijskih fondova). Ovaj se rad uglavnom oslanja na podatke iz posljednjeg istraživanja.
- <sup>10</sup> Ovdje ne možemo ulaziti u temu strukturalnih razlika između privatizacije u razvijenim tržišnim sustavima (zapadne zemlje) i privatizacije u postsocijalističkim zemljama Europe. Možda je ova tema na neki način već apsolvirana početkom devedesetih godina, kada su tek niknuli prvi privatizacijski projekti u Istočnoj Europi i kada se uvidjelo da klasičan, “slučaj-po-slučaj” model privatizacije državne imovine ne odgovara zahtjevima postsocijalističkih zemalja. Masovna privatizacija ulazi, na tragu potrage za brzim modelima i tehnikama privatizacije, u takozvane ne-standardne privatizacijske modele, odnosno tehnike privatizacije. Neki autori u privati-

zacijske inovacije proizašle iz dosadašnjih projekata u Srednjoj i Istočnoj Europi ubrajaju još i različite tehnike povrata imovine bivšim vlasnicima (problem restitucije) i širu pojavu menadžerskog i zaposleničkog preuzimanja poduzeća (*management buy-outs*: MBO, *employee buy-outs*: EBO, odnosno zajedno: MEBO) (usp. OECD 1995.; D. Čengić, 1995.; D. Čengić, 1996.; M. Bornstein, 1997.)

- <sup>11</sup> Taj je zakon usvojen u Saboru tek u ožujku nakon dugotrajne rasprave među zastupnicima. Zakon je htio potaknuti rješavanje nekoliko ključnih problema kroz:
- a) poticanje prodaje dionica iz portfelja Hrvatskog fonda za privatizaciju (HFP) – odobravanjem cijena nižih od utvrđene nominalne cijene po dionici;
  - b) daljnje poticanje prodaje dionica za staru deviznu štednju (tzv. SWAP) za sva poduzeća u procesu privatizacije;
  - c) restrukturiranje i razbijanje velikih državnih monopola iz javnog sektora te privatizaciju njihovih dijelova;
  - d) prijenos 30% vrijednosti javnih poduzeća u portfelj mirovinskih fondova;
  - e) besplatnu podjelu dionica najugroženijim slojevima stanovništva (prognanicima, civilnim i vojnim žrtvama rata);
  - f) produljenje roka otplate dionica u posjedu malih dioničara s pet na dvadeset godina (N. Čučković, 1998.).
- <sup>12</sup> U okviru za državu završene masovne privatizacije za besplatnu podjelu dionica *određenim kategorijama stanovništva*, država je pripremila dionice u vrijednosti od oko 3,5 milijardi DEM, odnosno vrijednost od 1,75 milijardi privatizacijskih kupona. Riječ je o: ratnim vojnim invalidima domovinskog rata; obiteljima poginulih branitelja, zatočenih ili nestalih branitelja; obiteljima poginulih, zatočenih ili nestalih civila; zatočenim braniteljima i civilima; civilnim invalidima rata i mirnodopskim vojnim invalidima; prognanicima i izbjeglicama – povratnicima i bivšim političkim zatvorenicima kojima Zakon o privatizaciji priznaje pravo na besplatnu dodjelu dionica putem kupona (zbog čega se cijeli proces i naziva kuponskom privatizacijom).
- <sup>13</sup> Među posjednicima kupona iz našega uzorka (1.570 ispitanika, 47% muškaraca i 53% žena, zadovoljena reprezentativnost s 230.000 stradalnika) dominirale su osobe u srednjoj, radnoaktivnoj dobi od 30 do 49 godina (45,5%) i osobe sa srednjoškolskim (51,8%), odnosno osnovnoškolskim obrazovanjem (32,9%). Prema našim podacima spol, dob, škola i životni standard snažno utječu na percepciju privatizacije i prepoznavanje temeljnih ideja masovne privatizacije: što su ispitanici slabijeg obrazovanja, nekritičniji su prema dosadašnjim rezultatima privatizacije; osobe ispodprosječnog životnog standarda nezadovoljnije su privatizacijom od onih koji žive bolje od njih (D. Čengić, 1998.b).
- <sup>14</sup> Ovaj cilj u svakom slučaju nije ostvaren. Kad je riječ o devet mogućih ciljeva masovne privatizacije koje smo dali našim ispitanicima, usporedimo li odgovore menadžera i posjednika kupona, dolazimo do sljedećih zaključaka. Prvo, u pogledu prva četiriju od devet ponuđenih ciljeva masovne privatizacije i jedni i drugi su gotovo posve suglasni: masovnom privatizacijom se stvara privid da je država stvarno pomogla stradalnike rata, a njezin je stvarni cilj da se država riješi loših

još ne privatiziranih poduzeća i osnuje što više PIF-ova. Drugo, ova su uvjerenja nešto jača među posjednicima kupona negoli među menadžerima (njihove su prosječne vrijednosti ocjena za te ciljeve veće negoli u menadžera).

No, čini nam se da je ovo na neki način i logično. Naime, očekivanja prognanika od masovne privatizacije su – što zbog njihova neznanja u pogledu njezina mehanizma i neposrednog rezultata (koji nije gotovina već vrijednosni papir), što zbog političke retorike kojom su njezini kreatori branili koncept projekta i njegove ciljeve – bila mnogo veća i nerealističnija negoli očekivanja menadžera (D. Čengić, 1999.).

- <sup>15</sup> No, čije su to zapravo ocjene privatizacije, kad je riječ o menadžerima? Kad je riječ o “osobnom portretu” menadžera, među njihovim sociodemografskim i socioprofesionalnim obilježjima uočljivo je nekoliko “tvrdih” obilježja. Prvo, to je – prema očekivanjima – svijet muškaraca: među anketiranih 124 menadžera (od 400 kontaktiranih) nalazimo svega 6,0% žena. U pogledu dobi, relativno dominiraju osobe starije od 50 godina. No, valja istaknuti da to u prosjeku nije dobnostara skupina; prosječna je starost anketiranih menadžera oko 49 godina (m = 48.8). U prosjeku to su ljudi s nešto više od 25 godina radnog staža, dakle radno i upravljački već vrloiskusni rukovodioci. Njihov je prosječni radni staž u sadašnjem poduzeću 16 godina.

Prema obrazovno-stručnom profilu riječ je uglavnom o osobama koje su završile ekonomsko ili neki oblik tehničkoga (visokoga) obrazovanja. Prema socijalnom podrijetlu – uzmemo li da je njegov pokazatelj zanimanje očeva – naši su ispitanici iz vrlo različitih socijalnih i profesionalnih sredina; najveći je dio iz obitelji očeva-radnika (23,1%), zatim iz obitelji očeva-poljoprivrednika (20,5%) te obitelji službenika (20,5%). Uglavnom, riječ je o ljudima koji su se regrutirali na upravljačke funkcije iz vrlo raznolikih socijalnih sredina i nemamo posla s elitom koja se obnavlja, poput nekih drugih slučajeva (u nekim kreativnim profesijama, političkim elitama itd.), već u drugoj ili trećoj generaciji.

- <sup>16</sup> Zanimljivo je da jedan dio menadžera na aktivan način razmišlja o budućoj poslovnoj politici. Faktorska analiza varijabli moguće poslovne politike otkrila je dvije značajne latentne dimenzije kad je riječ o toj temi (49,1% varijance, zasićenja >.40). Prvo, dio menadžera slijedio bi u budućnosti “politiku novih proizvoda i sposobnih menadžera” (uključene varijable: razvoj i proizvodnja novih proizvoda/usluga, pribavljanje sposobnih menadžera, ulaganja u novu opremu i tehnologiju, pribavljanje sposobnih stručnjaka, širenje tržišta u zemlji itd.). Drugo, dio se priklanja “konceptu ulaganja i kupovine drugih poduzeća” (uključene varijable: ulaganja u druga poduzeća u zemlji, kupovina drugih poduzeća, ulaganja u poduzeća u inozemstvu, zajednička ulaganja s domaćim tvrtkama). Ovdje je riječ, pretpostavljamo, o menadžerima boljestojećih poduzeća, onima koji se ne boje za svoju profesionalnu sudbinu i u PIF-ovima možda vide moguće partnere za nove poslovne projekte. Jasno, ne smijemo zaboraviti da ova dva faktora objašnjavaju svega “polovicu faktorskog prostora” korištenih varijabli.

- <sup>17</sup> Jedan je od važnih rezultata masovne privatizacije, što se tiče vlasničkih udjela PIF-ova u ponuđenim poduzećima, taj da se po nekoliko PIF-ova javljaju kao dioničari poduzeća (u pro-



sjeku po 3.3 PIF-ova u svakome poduzeću). Posljedica je to ukupnog "dizajna" cijelog projekta i činjenice da je HFP na pojedinim dražbama nudio manjinske vlasničke udjele u poduzećima. Donekle nametnuta PIF-ovima, strategija disperzije ogleda se i u sljedećim podacima: jedino Expandia i Velebit pokazuju nešto veću usmjerenost ulaganja na manji broj poduzeća; u ostalih SNF ima 42% disperziju ulaganja kupona, Sunce 50%, Slavonski PIF 55%, Dom 72% i Pleter je iskazao 65% disperziju pri ulaganju kupona. S obzirom na ove "strukturalne činjenice" PIF-ovima će biti teško preko noći doći do većinskih udjela u poduzećima, što bi im omogućilo i jaču korporacijsku kontrolu u tim poduzećima. Prema našim intervjuima s menadžerima PIF-ova u veljači/ožujku 1999. godine, ukupna je situacija pogodovala trenutačno suradničkom međusobnom ponašanju fondova. Pa čak i uza zajedničku suradnju, dva PIF-ova imaju prevladavajući utjecaj na poslovanje 20-ak poduzeća, dva PIF-ova na po deset poduzeća, jedan na svega jedno poduzeće, a jedan od PIF-ova kontrolira oko 28 poduzeća.

Kreatori masovne privatizacije smatrali su da će PIF-ovi većinske udjele u poduzećima kupovati na tržištu (od HFP-a ako ih još ima, te od drugih PIF-ova i ekonomskih aktera); međutim, do danas nije jasan službeni stav mogu li PIF-ovi međusobno zamjenjivati vlasničke udjele (usp. D. Čengić, 1998.b; D. Ostović, 1999.; H. J. Bodenhofer, Z. Prohaska, M. Vehovec, 1999.).

- <sup>18</sup> Od samoga početka nastanka projekta kuponske privatizacije njezini su autori nastojali u njemu ne ponoviti neke već uočene greške iz drugih postsocijalističkih zemalja (primjerice iz Češke, gdje je osnovan velik broj fondova). S druge strane, široka javnost i prije nekog vremena osnovana društva za upravljanje privatizacijskim investicijskim fondovima, svatko radi svojih razloga, sa sumnjičavošću su dočekivali početak masovno-privatizacijskog projekta. Međutim, iznenađujuće je dobro od PIF-ova ocijenjena zakonska regulacija cijeloga projekta te djelovanje Ministarstva privatizacije RH u ovom projektu. Poredak pojedinih aspekata masovne privatizacije jest, mjeren prosječnim ocjenama na ljestvici od 1 do 5, sljedeći: 1) zakonska regulacija cijeloga projekta masovne/kuponske privatizacije: 3.71; 2) djelovanje Ministarstva privatizacije RH: 3.43; 3) ponašanje drugih PIF-ova pri prikupljanju kupona od stradalnika domovinskog rata: 3.29; 4) djelovanje Hrvatskog fonda za privatizaciju: 3.14; 5) Komisija za vrijednosne papire: 3.00; 6) kvaliteta portfelja poduzeća masovne privatizacije: 3.00; 7) tržišna kvaliteta poduzeća ponuđenih u masovnoj/kuponskoj privatizaciji: 2.00.

*Kako se vidi, menadžeri PIF-ova najveću ocjenu (gotovo četvorku, na ljestvici od 1 do 5!) ipak su dali zakonskoj regulaciji cijeloga projekta masovne/kuponske privatizacije. To znači da su nadležna državna tijela (ponajprije Ministarstvo privatizacije i prateće službe) na pravno-institucionalnoj razini vrlo dobro postavili temeljna "pravila igre"; izgleda da s te strane PIF-ovi smatraju da su svi imali relativno ravnopravan tretman i da nije moglo biti "lova u mutnome" što se tiče moguće različitoga tumačenja pojedinih pravila i načina ponašanja. Uostalom, djelovanje Ministarstva privatizacije ocijenjeno je također relativno zadovoljavajućom ocjenom (m = 3.29), kao i djelovanje Hrvatskog fonda za privatizaciju (m =*

3.14). Izgleda da je masovna privatizacija, barem što se tiče djelovanja države, jedna od svjetlijih epizoda hrvatske privatizacije općenito.

- <sup>19</sup> Već smo istaknuli da trenutačno nije realno da će uprave PIF-ova tako brzo donositi odluke o smjenama postojećih uprava preuzetih poduzeća. Razlozima koje smo naveli protiv takve prakse valja dodati još jedan: *zbog činjenice da su fondovi išli na veliku disperziju privatizacijskih bodova, pa su umjesto strateškog pruživanja nekih desetak poduzeća išli na ulaganja u brojna poduzeća (čime su se međusobno još više vezali jedni uz druge), njima treba dosta vremena da uopće upoznaju uprave poduzeća koja imaju u svojim portfeljima.* Gotovo svi intervjuirani menadžeri PIF-ova ističu da “donekle” znaju temeljna socioprofesionalna obilježja upravljačkog osoblja u poduzećima iz portfelja. Ti se ljudi zapravo upoznaju vrlo ciljano, nakon što se odrede – za moguće brzo prodavanje ili stjecanje većinskog vlasništva – “poduzeća prvoga reda”, pa se u njihove nadzorne odbore odmah imenuju osobe direktno iz PIF-ova ili njihovih osnivačkih društava.
- <sup>20</sup> U javnosti su zabilježene poteškoće PIF-ova s restrukturiranjem određenih poduzeća. Primjerice, Expandia i Velebit odustali su još 1999. godine od restrukturiranja zagrebačke Name, prepuštajući tu tešku ulogu Privrednoj banci Zagreb i Vladi RH. Slično je bilo i s pokušajima da se zadobije većinsko vlasništvo u Petrokemiji iz Kutine (*Večernji list*, Zagreb, 15. 9. 1999.). Poznati su i otpori zaposlenih i lokalnih interesnih grupa prema procesima restrukturiranja, koje menadžeri imaju i u onim poduzećima koja su u većinskom vlasništvu PIF-ova (slučaj HTC “Dubrava-Babin Kuk”, Dubrovnik – prema: *Večernji list*, Zagreb, 10. 11. 1999.). Srećom ima i svjetlijih primjera, poput bjelovarskog Koestlina, koji je tek ulaskom PIF-a DOM kao većinskoga vlasnika u vlasničku strukturu poduzeća i izborom novoga menadžera krenuo u ozbiljnije, marketinški orijentirano poslovanje – za sada bez otpuštanja radnika. PIF DOM posjeduje 72% dionica, 24,5% mali dioničari, 0,5% HFP, a 3,0% je rezervirano za bivše vlasnike; ta vlasnička struktura pokazuje da je utjecaj PIF-ova na restrukturiranje poduzeća moguć tek uz većinske vlasničke udjele u poduzećima.
- <sup>21</sup> S većim sudjelovanjem PIF-ova u vlasničkoj strukturi poduzeća povećava se i pritisak na uprave dioničkih društava, odnosno ide se i na zamjenu menadžerskih timova. *Opći je dojam da su PIF-ovi u ulozi nadzornika stroži od države/HFP-a. S razlogom, jer se samo tako mogu zaustaviti procesi uništavanja i obezvređivanja imovine poduzeća. To se najčešće radi tako da se statutom ili odlukom nadzornog odbora odredi da se određene vrste poslova mogu obavljati samo uz suglasnost toga odbora.* Time se ipak poštuje slovo Zakona o trgovačkim društvima, kojim je propisano da se vođenje poslova društva ne može prenijeti na nadzorni odbor. Primjerice, prvi potez novih većinskih vlasnika porečke Rivijere – nekoliko PIF-ova s vodećim DOM Fondom (26,35% dionica) na čelu – bilo je sazivanje izvanredne skupštine radi uvođenja novih pravila rada uprave. Prema dopunjenom statutu društva, tadašnji direktor ništa bitno nije mogao poduzeti bez suglasnosti novoga nadzornog odbora, čiji je pred-

sjednik postao Georg Eltz. Primjerice, direktor ne može od tada bez odobrenja nadzornika sklopiti posao čija vrijednost premašuje 1% temeljnoga kapitala, ne smije otuđiti nekretnine ili zasnovati hipoteku veću od iste vrijednosti, ne smije stjecati dionice i udjele u ime tvrtke, otuđivati ih itd. (*Večernji list*, Zagreb, 3. 11. 1999.).

Po riječima samoga Eltza: "Najuočljivije se promjene događaju na području odredaba vezanih uz ovlasti uprave i nadzornih odbora, a predstavljaju minimalna prava kontrole i nadzora nad radom uprava društva, kao što je praksa u zapadnim zemljama. Osnovni pravci promjena odnose se na pojačanu kontrolu financijskog poslovanja te na kontrolu upravljanja nekretninama društva. Razlog za takvu odluku većinom je loše, čak alarmanantno stanje u pojedinim društvima u kojima smo postali dioničarima, koje je uzrokovano lošim upravljanjem te raznim utjecajima koji nisu uvijek bili orijentirani poslovno" (isti izvor, 3. 11. 1999.).

- <sup>22</sup> U pogledu podjele dionica, zanimljivo je da je Zakonom o pretvorbi društvenih poduzeća mogućnost besplatne podjele dionica zaposlenima bila predviđena u dva slučaja: 1) posebnom odlukom Fonda za razvoj uz suglasnost Vlade RH, u situacijama kada se procjenjuje da bi to moglo "poboljšati poslovanje" određenog dioničkog društva, i b) invalidima i obiteljima poginulih sudionika domovinskog rata (u iznosu do 20.000 DEM). Podjela dionica nije nosivo načelo privatizacijskog projekta u Hrvatskoj, pa čak ni načelo ravnopravno načelu prodaje. Ono je politički uvijek bila latentna mogućnost, ovisna o procjeni državnih tijela nadležnih za provođenje privatizacijske politike (Agencija za restrukturiranje i razvoj, odnosno HFP). Kao što znamo, tek je projektom masovne privatizacije načelo podjele dionica obuhvatilo nešto veći broj sudionika – kroz podjelu dijela imovine neprivatiziranih poduzeća stradalnicima domovinskog rata (usp. D. Čengić i sur., 1998.).
- <sup>23</sup> Zanimljivo je da u hrvatskom modelu privatizacije od samoga početka nije bilo predviđeno (slučaj Češke i Slovačke) da i vanjski ulagači ili zainteresirani menadžeri mogu izraditi svoje varijante privatizacije poduzeća, koji bi ravnopravno konkurirali prijedlozima privatizacije konkretnih poduzeća, a koji su najčešće dolazili od samih uprava tih poduzeća! N. Čučković ističe da "zakon iz 1991. nije u svim svojim odredbama neprijeporno odgovorio, što se smatra zakonski poželjnim, što obveznim, a što je protuzakonito i kako će se takva djela sankcionirati. Stoga se na jednoj strani pojavljuje čitav niz aktivnosti koje prate ovaj proces, a koje nisu bile sasvim nelegalne (jer nisu bile u sukobu s odredbama zakona), ali su bile moralno dvojbene i diskriminirajuće prema ostalim sudionicima procesa privatizacije zbog različitih proizvoljnih preferencija te asimetričnosti informacija s kojima su neki privilegirani kupci u određenom trenutku raspolagali" (N. Čučković, 1997., str. 261).
- <sup>24</sup> Prema jednoj novijoj analizi, redistribucija bivšeg društvenog kapitala na šire slojeve stanovništva u Hrvatskoj jest, čak i nakon masovne privatizacije iz 1998.–1999. godine, ipak manjeg opsega negoli u drugim tranzicijskim zemljama (18% u usporedbi s prosječno 40–70% u 18 tranzicijskih zemalja ko-

je su primjenjivale sheme masovne privatizacije). Prema autorici, hrvatski privatizacijski model proizveo je “preuski sloj nove privatne elite”, dok su pojave nezakonitosti i neregularnosti u procesu privatizacije dodatno potkopavali vjerodostojnost države i novih vlasnika u najširoj javnosti (N. Čučković, 1999., str. 31).

- <sup>25</sup> Za javnost je sve počelo zapravo u listopadu 1992. godine, kada je proglašeno da je Splitska banka dala rukovodstvu splitskog poduzeća “Koteks” kredite za otkup dionica vlastitoga poduzeća (*Nedjeljna Dalmacija*, Split, 3. 3. 1993.). Uskoro se pokazalo da ta banka nije usamljena u toj praksi, što je podiglo temperaturu u političkoj, ali i u široj javnosti (usp. zasjedanje Sabora RH u travnju 1993.; izvori: *Vjesnik*, *Večernji list*, 27. 4. 1993. i kasniji brojevi) (usp. D. Čengić, 1995.).
- <sup>26</sup> Pojedinci su mogli od banke za gotovinu (deviznu ili dinarsku) kupiti “staru deviznu štednju” i njome platiti kupnju dionica poduzeća HFP-u. No, to je bila rjeđa praksa. Većinom se išlo na *uzimanje kredita iz stare devizne štednje*. Ante Letica, tada generalni direktor splitskog “Brodmerkura” i predsjednik UO Splitske banke, na primjeru te banke objasnio je *tehniku davanja takvih zajmova*. U praksi bila je to pretežno “papirnata operacija”, koja je tek na kraju trebala “poroditi” gotov novac. “Država se na taj način rasterećuje, jer neće onda vraćati Splitskoj banci, a ova će se opet naplatiti od onih što su uzeli kredit i to na puno kraći rok nego čekajući da joj država vrati dug, čime će bitno poboljšati svoj likvidni potencijal. A gotovine nema ni kada zajmoprimac kupuje dionice. Sve su papiri. Zapravo se gotovina ipak pojavi na kraju, kada taj i taj vraća kredit. Dakle, banka u ovom slučaju pretvara papir u novac” (*Nedjeljna Dalmacija*, Split, 3. 3. 1993., str. 9–10). *Prema Letičinu mišljenju, ti su krediti nepovoljni ako se ne ulažu u najefikasniji dio privrede, i to zato jer je primijenjena devizna klauzula, zajedno s 5% godišnje kamate*. Za banke on tu ne vidi rizik, jer su se osigurale hipotekama pojedinaca i mogućim dionicama poduzeća, koja su otkupili ti isti ljudi (direktori). *Po njemu kod samih kredita nema mogućnosti za malverzacije. No, malverzacije su bile moguće na drugi način: kod procjene imovine poduzeća ili namjerno lošega poslovanja ne bi li se poduzeće dovelo na niske grane, radi kupovine po nižoj cijeni. U takvu operaciju može se “ukomponirati” kredit, koji “zapravo nema veze s tim što je njemu prethodilo”* (D. Čengić, 1995.).
- <sup>27</sup> S malim dioničarima sklopljeno je u tijeku pretvorbe oko 600.000 ugovora, od čega je u cijelosti otplaćeno 149.000 ugovora, a 349.000 je raskinuto. Još uvijek je u otplati 99.700 ugovora. Po raskinutim ugovorima dioničarima je pripalo dionica nominalne vrijednosti oko 2,2 milijarde DEM, dok je nominalna vrijednost dionica vraćenih u portfelj Fonda 3,6 milijardi DEM. Tijekom 1998. godine raskinuto je oko 50.000 ugovora, a u 1999. oko 270.000 ugovora. Ugovori su ukinuti *ex lege*, po zakonu, zbog neplaćanja tri uzastopna obroka duga (usp. D. Čengić, 1995.; H. Vojković, *Večernji list*, Zagreb, 29. ožujka 2000.).
- <sup>28</sup> Primjerice, prema najnovijim analizama (novog) predsjednika HFP-a upitna je nadaleko razvikana privatizacija “Karlovačke pivovare”, koju je kupio hrvatski iseljenik A. Lukšić iz Argentine. Interna revizija pokazala je da je kupac platio pro-

dajnu cijenu umanjenu za 20% radi popusta, a na koji nije imao zakonsko pravo, jer je to pravo pripadalo isključivo kupcima hrvatskim državljanima, dakle fizičkim osobama, a ne pravnim osobama, tj. konkretno *off-shore* kompaniji iz Lichtensteina u vlasništvu obitelji Lukšić, koja se pojavila kao kupac. Odgovornost se za to, međutim, pripisuje Ministarstvu financija, koje je stvorilo kvazipravnu podlogu donoseći podzakonski akt koji je bio u nesuglasju sa zakonom i koji je bio temelj protupravne prodaje (H. Vojković, intervju u *Večernjem listu*, Zagreb, od 29. ožujka 2000., u prilogu “Poslovni svijet”).

- <sup>29</sup> Naime, u to je vrijeme javnost saznala da je 9021 malih dioničara nezakonito upisalo, čak i po nekoliko puta, po 20.000 DEM vrijednosti dionica koje su mogli otkupiti uz određeni zakonski popust na nominalnu cijenu. Od tog broja njih je 7.441 upisalo po 2 ugovora s popustom, jedna osoba čak 19 ugovora, a druga 17. Bila je riječ o vrijednosti dionica u iznosu od 333,88 milijuna DEM, odnosno blizu 1,2 milijarde kuna, u okviru kojih je sporna visina popusta od 148,56 milijuna DEM. Ono što je dodatno potkopavalo autoritet vladajuće stranke jest činjenica da su u takvim moralno sumnjivim slučajevima sudjelovali i visoki vladini dužnosnici. Primjerice, *Vjesnik*, Zagreb, objavio je 2. studenog 1996. godine informaciju da su u nezakonitoj kupnji dionica sudjelovali i: načelnik porezne uprave (koji je “koristeći se uobičajenim popustom kupio dionice u vrijednosti od 183.000 DEM”), pomoćnik ministra financija, pomoćnik ministra gospodarstva, načelnik međimurske financijske policije, načelnik policijske uprave u Rijeci, splitski župan itd. (usp. N. Čučković, 1997., str. 268–269).
- <sup>30</sup> Riječ je o dva velika empirijska istraživanja organizirana tijekom 1998. godine (Skupina autora, 1998., i Čengić i suradnici, 1998.). Oba su istraživanja proveli istraživači Instituta Pilar, s ciljem identifikacije glavnih stajališta hrvatske javnosti prema privatizaciji, odnosno radi identifikacije stavova branitelja i stradalnika domovinskog rata prema masovnoj/kuponskoj privatizaciji (Čengić i suradnici, 1998.).
- <sup>31</sup> Ništa međutim ne govori tako slikovito o građanskoj percepciji privatizacijskih rezultata kao njihova slika “gubitnika” i “dobitnika” privatizacije i slika hrvatskih poduzetnika. Među “pretežnim dobitnicima” privatizacije ističu se: članovi vladajuće stranke – HDZ-a (60,7%), menadžeri privatiziranih poduzeća (51,5%), menadžeri državnih/javnih poduzeća (37,9%), političari (33,5%) te službenici/državni dužnosnici (29,6%); u “pretežne gubitnike”, pak, javnost je smjestila: poljoprivrednike (49,1%), radnike privatiziranih poduzeća (35,5%) te znanstvene, kulturne radnike i stručnjake (23,2%). Istodobno, kad je riječ o tipičnim obilježjima hrvatskih poduzetnika, istraživanja iz 1996. i 1998. godine su potvrdila da najveći dio hrvatskih građana nove poduzetnike vidi kao osobe koje imaju jake političke veze, iskorištavaju druge i nepošteni su prema svojoj neposrednoj okolini (usp.: Skupina autora, 1998.; A. Štulhofer, 1999.).
- <sup>32</sup> Prema Rogiću, na taj su način anketirani pokazali da *ne vjeruju* komunikacijskom modelu koji konstrukcijski privatizaciju reducira na temu (bijelog/žutog) masovnog komuniciranja. Dodjelom interpersonalnoj komunikaciji uloge speci-

fična čuvara racionalnosti oni su, u osnovi, afirmirali stav da komunikacija o privatizaciji mora ostati javnom. To minimalno znači da ne smije biti ni sredstvom zgoljnog političkog zavodništva ni sredstvom zgoljnog povećanja (medijskih) naklada (detaljnije u: I. Rogić, 1999.).

- <sup>33</sup> Revizija pretvorbe trebala bi sankcionirati prethodne nepravde u privatiziranim poduzećima ako se ustanovi barem neka od slijedećih 11 situacija: smanjenje broja zaposlenih mimo razvojnog plana uz istodobni prestanak obavljanja prijašnje ili temeljne djelatnosti; neredovita otplata dionica HFP-u; sumnjiva vrijednost procjene društvenog kapitala u pretvorbi; kada su ukupna dugovanja poduzeća veća od vrijednosti njegove ukupne imovine; kada se identificiraju vlasnici dionica, stečenih zamjenom s državnim institucijama ili trećim osobama; u slučajevima lažnih elaborata procjene vrijednosti poduzeća; u slučajevima pretvorbe poduzeća prema knjigovodstvenoj vrijednosti; u slučajevima kada mali dioničari nisu ostvarili zakonsko pravo na kupnju dionica uz popust; kad su dionice otplaćivane novcem iz poduzeća koje se kupuje te iz povezanih poduzeća i osoba; u slučajevima sumnjivih dokapitalizacija poduzeća; u situacijama kada se privatizacija obavljala pretvaranjem potraživanja vjerovnika u vlasničke udjele (Prijedlog zakona o reviziji pretvorbe i privatizacije, čl. 5, str. 7).
- <sup>34</sup> Bićanić smatra da revizija pretvorbe/privatizacije ne može ispraviti sve nepravde iz prošlosti i zbog činjenice da je privatizacijom nastao manje važan dio uočenih nepravdi u doba "klanovskog kapitalizma", dok je veći dio njih potekao iz korištenja različitih renti, isisavanja sredstava iz "krava-muzara" te zaposjedanjem politike – doslovnim vođenjem politike i iznuđivanjem povoljnih političkih odluka; slično je mišljenje nedavno izrazio i R. Jurić, negdašnji potpredsjednik HFP-a a sada konzultant stranih i domaćih tvrtki (usp. *Večernji list*, Zagreb, prilog "Poslovni svijet", 24. svibnja 2000.). Osim toga, drži Bićanić, najavljena revizija odgodit će investicije domaćih poduzetnika i stranaca bar za nekoliko mjeseci, a i dodatno će povećati pravnu nesigurnost domaćih poduzetnika i ulagača. Po njemu, umjesto velikog lova na vještice trebalo bi identificirati protuzakonite postupke u privatizaciji korištenjem postojećih zakona i blokiranjem računa na taj način inkriminiranih privatnih i pravnih osoba (usp. *Banka*, Zagreb, br. 2, 2000., str. 18–19).
- <sup>35</sup> Zanimljivo je, iz kuta raspoloženja hrvatske javnosti krajem devedesetih, da spomenuti planovi revizije glavnu ulogu "revizora" namjenjuju Državnom uredu za reviziju, iako su u javnosti izrečene sumnje u sposobnost (s obzirom na ljudske potencijale i raspoloživo vrijeme) takve ustanove da izvrši takvu ulogu. Prema našim istraživanjima, hrvatska je javnost bila za "reviziju cjelokupne privatizacije" (65,0% ispitanika), ali je najveći dio ispitanika bio za to da reviziju izvrši "od vlasti neovisna domaća institucija" (45,0%), odnosno neka "strana institucija" (26,0%)! Detaljnije u: D. Čengić, I. Rogić, 1999.

---

# *IV.*

## ZAKLJUČNE NAPOMENE







## TEMELJNI REZULTATI ISTRAŽIVAČKE ANALIZE

---

Svjesni smo da je istraživanje, kao i analiza temeljena na podacima iz drugih empirijskih istraživanja provedenih u Hrvatskoj u zadnje tri godine, logikom uzoraka menadžera/članova nadzornih odbora i raspoloživih resursa, dotaknulo tek dio problema “korporacijskog upravljanja/gospodarenja” u Hrvatskoj. Na ovoj razini, razini produbljenije preliminarne analize, ipak možemo dobivene podatke sažeti u nekoliko zaključaka i pitanja.

Neosporno je da je sama praksa korporacijskog upravljanja i kontrole u dobrom dijelu hrvatskih dioničkih društava pod velikim utjecajem ključnih aktera proizašlih iz procesa privatizacije te, poradi njegove nezavršenosti, i pod utjecajem nestabilne vlasničke strukture. U gotovo svim se analiziranim poduzećima – tendencijski – očekuje smanjenje vlasničkih udjela države, zaposlenih i PIF-ova, a u korist menadžerskih grupa, pojedinačnih (domaćih i inozemnih) vlasnika, institucionalnih vlasnika (PIF-ovi) te inozemnih korporacija.

Naše istraživanje vrlo dobro oslikava sve probleme unutrašnje kontrole korporacija, no ne može za sada pružiti detaljnu sliku vanjskih kontrolnih mehanizama ponašanja menadžera, mehanizama kao što su tržišta kapitala, poželjna zakonska rješenja i korporacijska kultura te sustavi vrijednosti u ključnih aktera korporacijskog upravljanja i kontrole.

Međutim, odgovori anketiranih menadžera i članova NO-a – na temelju uzorka poduzeća iz portfelja HFP-a u kojima država još uvijek ima različite vlasničke udjele – dobro oslikavaju neke tendencije u vlasničkoj strukturi, poslovnom učinku i kontroli novonastalih dioničkih društava. *Anketirani menadžeri i članovi NO-a identificirali su kao dominantne vlasnike u vlasničkoj strukturi “njihovih” poduzeća najčešće zaposlene radnike, državu i institucionalne aktere (PIF-ove i domaća poduzeća).*

*Zaposleni radnici kao “mali dioničari” do sada nisu imali značajniju ulogu u ograničavanju menadžerske kontrole i volje*

*većinskih vlasnika.* Zapravo, tamo gdje su dionička društva u većinskom vlasništvu zaposlenih i menadžera, odnosno države, postoje neformalni savezi između radnika i menadžera, kojima je glavna svrha: a) da se ne ugroze postojeća radna mjesta, b) da se ne poremeti postojeća vlasnička struktura. Ti su savezi postojani sve dok radništvo misli/ima dokaze da se postojeća uprava zaista brine za prosperitet poduzeća ili dok se u okolini ne pojavi novi vlasnik, dovoljno moćan da zamijeni postojeću upravu i ide na restrukturiranje poduzeća sukladno svojim zamislima poslovne efikasnosti. U tim situacijama (slučaj Petrokemije, Čateksa, zagrebačke Name i drugih poduzeća) *radnici se kao radnici a ne kao mali dioničari, samostalno i uz pomoć sindikata sve češće kroz kolektivnu akciju i proteste mobiliziraju za "obranu" poduzeća i radnih mjesta.* Kada do tih akcija dođe, osobito kad je riječ o poslovno uništenim i opljačkanim poduzećima, tada se na jednom jedinom primjeru vidi sva kompleksnost pojedinačnih i grupnih interesa, isprepletena oko pojedinih poduzeća.<sup>1</sup>

*I ovo je naše istraživanje potvrdilo da hrvatski menadžeri teže povećanju svojih (su)vlasničkih udjela u postojećim dioničkim društvima.* Svega 35,7% anketiranih menadžera nema dionice u analiziranim poduzećima, 58,6% ima u vlasništvu dionice koje im ne omogućavaju kontrolu poduzeća, a gotovo 6,0% ima u vlasništvu dionice koje im omogućuju većinsku odnosno potpunu vlasničku kontrolu poduzeća. Prema menadžerskoj slici poželjne vlasničke strukture poduzeća poslovna uspješnost bi se mogla povećati ako bi se smanjivalo državno vlasništvo, vlasništvo PIF-ova/poduzeća, zaposlenih radnika i malih dioničara izvan poduzeća, a u prilog: inozemnih ulagača (kao strateških partnera), menadžera tih poduzeća i domaćih vlasnika-pojedinaca. Razvoj događaja (kroz masovnu privatizaciju i htijenje sadašnje administracije da se što prije riješi državnog portfelja poduzeća) ide ili je već išao ususret (ovim) željama barem dijela menadžera.

Što se krije iza ovih menadžerskih aspiracija? S jedne strane krije se želja da se sačuva i ojača vlastiti menadžerski i (su)vlasnički status i u toj dvostrukoj ulozi bitno utječe na profil poslovanja i kontrole u dioničkim društvima. No, s druge strane, *poželjna slika nove vlasničke strukture otkriva da dobar dio menadžera (na razini poželjnih vrijednosti i tipa rukovođenja) od svega najviše cijeni rigidnu "vlasničku koncepciju korporacije".* U njihovoj se interpretaciji toga koncepta korporacija svodi samo na profit i zadovoljavanje interesa vlasnika, odnosno većinskih dioničara. U toj slici buduće vlasničke strukture drugi sudionici (*stakeholders*) korporacijskog opstanka, kao što su zaposleni, dobav-

ljači, lokalna zajednica, uvijek prolaze lošije. Ostaje otvoreno pitanje u kojoj mjeri takav koncept korporacije dijele i druge upravljačke grupe u zemlji?<sup>2</sup>

Naše je istraživanje pokazalo da u *hrvatskim dioničkim društvima* interese vlasnika predstavljaju mali nadzorni odbori (od 3 do 5 članova) i veliki nadzorni odbori, sastavljeni od 6 do 9 članova. Kako se također pokazalo da jedna trećina članova NO-a ima funkciju nadzornika i u drugim nadzornim odborima, postavlja se pitanje je li moguće kvalitetno obavljati po dvije ili i tri nadzorničke uloge istodobno, a da to nije na štetu kvalitete obavljanja takvih uloga? Članovi NO-a najčešće se novače, prema odgovorima samih članova NO-a, iz širih poslovnih sustava kojima pripada i poduzeće, odnosno iz drugih poduzeća i/ili banaka. To zapravo znači da u dobrom dijelu poduzeća nalazimo i predsjednike i članove NO-a iz samog tog poduzeća. Riječ je obično o poduzećima koja su u većinskom vlasništvu zaposlenih ili pak menadžera i menadžerskih timova. Upravo su takva poduzeća “insiderske” tvrdave, u kojima se i rukovođenje i nadzor najčešće nalaze u rukama menadžerskih grupa i menadžersko-zaposleničkih saveza.

Prema raspoloživim podacima približno podjednak broj menadžera i članova NO-a primjećuje izrazitu vlasničku kontrolu u poduzećima (38,6%, odnosno 31,9%). Rad menadžera najčešće se kontrolira kroz redovita izvješća uprave nadzornome odboru, ali i direktnim predsjedanjem vlasnika na nadzornim odborima. *Ti podatci pokazuju da se u dijelu poduzeća personalno povezuju vlasnička i nadzornička funkcija, što je zapravo sinonim postojanja apsolutne vlasničke kontrole u dijelu analiziranih poduzeća.* Kad je pak riječ, u tom kontekstu, o načinima vrednovanja rada članova NO-a, iskazane su određene razlike među ispitanicima. Menadžeri za ključna mjerila uzimaju “ostvarenje ciljeva vlasnika”, zatim povećanu dobit poduzeća te porast vrijednosti (dionica) poduzeća. Članovi NO-a smatraju da je glavno mjerilo za učinak članova NO-a “povećana dobit poduzeća”, a tek onda “ostvarenje ciljeva vlasnika”. U svakom slučaju, i jedni i drugi ističu važnost ciljeva vlasnika! *No grotesknost hrvatske postprivatizacijske stvarnosti upravo je u tome što i sami vlasnici često nemaju jasne ciljeve poslovanja ili pak rade samo za svoju osobnu korist, a protiv interesa poduzeća i zaposlenih!*

Zanimljivo je također da *svaka jedna desetina naših ispitanika smatra kako naknadu članovima NO-a za njihov rad uopće ne bi trebalo vezivati uz poslovni učinak poduzeća.* Takvo stajalište prema našem mišljenju može bitno umanjiti neovisnost članova NO-a u njihovu djelovanju, a suprotan je i preporukama međunarodnih kodeksa za uspješnu korpo-

racijsku kontrolu. Očito je da dobar dio članova NO-a ne uvažava dovoljno vezu između neovisnosti nadzornika i tipa nagrađivanja za njihov rad. Jer ipak se ne može reći da im do neovisnosti nije stalo.

Naime, kad je riječ o ključnim obilježjima njihovih nadzornih odbora, članovi NO-a najzadovoljniji su općim obrazovanjem članstva, zatim razumijevanjem poslovnih izvješća uprave i stručnošću članova NO-a. *Najmanje su zadovoljni time što im nedostaje neovisnosti u promišljanju problema, što nisu djelotvorni u donošenju odluka i što nedovoljno poznaju probleme poduzeća.* Tu su menadžeri još eksplicitniji. Po njima “profesionalniji rad NO-a bit će moguć kada u njemu bude što više ljudi koji će razumjeti financijska/poslovna izvješća” te kada u njemu bude “još stručnijih ljudi”. Osim toga, dio menadžera ističe promjenu vlasničke strukture (manje vlasnika, s većim vlasničkim udjelima) kao nužnu pretpostavku profesionalnijeg rada nadzornih odbora. Time se postavlja još jedno pitanje: *kakvi su to stručni članovi nadzornih odbora koji nedovoljno poznaju problematiku poduzeća u kojima vrše nadzornu funkciju? Kako uopće definirati “stručnost” primjerenu nadzorničkim funkcijama u hrvatskim dioničkim društvima? Na ta pitanja još nismo dobili posve jasne odgovore od naših ispitanika/sugovornika.*

Provedena hi-kvadrat analiza na podatcima menadžera i članova NO-a otkrila je nekoliko (vjerojatnih) veza između korištenih varijabli. Prvo, *tamo gdje je izrazitija vlasnička kontrola, veća je vjerojatnost da se vlasnička struktura neće mijenjati u bliskoj budućnosti.* Razmatrajući moguće uzroke takvoj povezanosti i gledajući logički odnos između tih varijabli, zaključili smo da je upravo uspostavljena vlasnička struktura proizvela takvu vlasničku kontrolu, a ne obratno! Drugo, *većinski su vlasnici poslovno neuspješnih poduzeća u većoj mjeri no drugi upravo PIF-ovi/domaća poduzeća te država.* Ovakva struktura gubitaka proizvod je masovne privatizacije i strukture poduzeća koja su još uvijek u portfelju HFP-a.

Kad je riječ o odnosu tipa poslovanja i mogućih promjena vlasničke strukture, uočena je zanimljiva tendencija: dok poduzeća-gubitaši u relativno najvećem postotku očekuju svog “strateškog partnera”, većina poslovno uspješnih poduzeća – prema mišljenju anketiranih članova NO-a – neće bitnije mijenjati svoju vlasničku strukturu. Što se tiče “društvenog izvorišta” članova nadzornih odbora, uočljive su dvije statistički značajnije (vjerojatnosti) povezanosti između pojedinih varijabli: članovi NO-a koji dolaze iz banaka ili drugih poduzeća i PIF-ova češće su u poduzećima-gubitašima nego u poslovno uspješnijim poduzećima; slično, i predstavnici države u nadzornim odborima češće no

drugi članovi NO-a nalaze se u poduzećima-gubitašima. Te su razlike proizvod specifičnih načina na koji su pojedine banke, poduzeća i PIF-ovi dolazili do svojih vlasničkih udjela u poduzećima (kroz dokapitalizacije, pretvaranja potraživanja u uloge ili kroz masovnu privatizaciju) ili su pak – u slučaju države kao (su)vlasnika – posljedica činjenice da loša poduzeća nitko od ulagača nije htio do sada kupovati!

Na kraju, uočena je i nama osobno važna veza između poslovne (ne)uspješnosti i tipa vlasničke kontrole. Naime, raspoloživi podatci upozoravaju da *što češće u poduzećima imamo izrazitiju vlasničku kontrolu, vjerojatnije je da ćemo u njima zateći i poslovanje s dobitima u zadnje tri godine. Međutim, uočili smo još nešto: od 42,3% uspješnih poduzeća u zadnje tri godine, njih 19,5% imaju izrazitu vlasničku kontrolu, ali 22,8% ne ulazi u kategoriju poduzeća s izrazitom vlasničkom kontrolom.* To znači, pretpostavljamo, da ipak u dijelu hrvatskih dioničkih društava trenutačno izrazita vlasnička kontrola nije i jedini činitelj poslovnog uspjeha poduzeća u proteklom razdoblju.

Kad je riječ o strategiji ponašanja institucionalnih vlasnika (prvenstveno PIF-ova) i države, valja ponajprije naglasiti sljedeće. PIF-ovi su proizvod hrvatske masovne privatizacije i njihova je vlasnička uloga umnogome određena vlasničkim portfeljom poduzeća stečenom u tom projektu te kasnijim nagodbama s državom u pogledu vlasničkih udjela u pojedinim poduzećima. Prvo, PIF-ovi su uspješno obavili svoju ulogu “sakupljača” privatizacijskih kupona (bodova). Drugo, ukupna izvedba masovno-privatizacijskog projekta onemogućila je na samom početku dražbovnih krugova da PIF-ovi relativno brzo stječu većinske (su)vlasničke udjele u dražbovanim poduzećima. To im je na strukturalnoj razini onemogućilo odlučnije djelovanje u poduzećima (u odnosu na uprave poduzeća), usporilo nalaženje mogućih strateških ulagača za (još uvijek) boljestojeća poduzeća u njihovu portfelju. No, postavljena pravila igre pogodovala su u ovoj fazi suradničkim oblicima ponašanja između samih fondova.

Treće, gotovo svi privatizacijski fondovi odabrali su u pogledu svoga portfelja poduzeća na dulje vremensko razdoblje zapravo “strategiju izlaza” (*exit strategy*). To znači da bi svi željeli što prije prodati poduzeća mogućim ulagačima – bilo domaćima bilo stranim. Želje menadžera za (su)vlasništvom u poduzećima gdje rade išle su u prilog takvoj strategiji PIF-ova. Menadžerima je pak u njihovim nakanama pogodio i općenito pozitivan stav PIF-ova prema menadžerskom (su)vlasništvu u poduzećima gdje su većinski vlasnici. Ostvarene prodaje poduzeća sadašnjim

upravama (pogotovo u 1999. godini) svjedoče da su operacije MBO, uz strategije namjernog obezvređivanja imovine poduzeća, također dio aktivnih menadžerskih strategija u sadašnjim prilikama.

Prema posljednjim podacima, u razdoblju od 1999. do sredine 2000. godine dobar dio PIF-ova svoju je politiku usmjerio na okrupnjivanje svojih vlasničkih udjela u poduzećima, na konsolidaciju vlastita portfelja “izbacivanjem” loših poduzeća iz njega te na pojačanu kontrolu uprava u dijelu tržišno perspektivnih poduzeća (i u kojima imaju dovoljan broj dioničkih paketa). To se uglavnom događalo kroz međusobnu zamjenu dionica između samih PIF-ova, između PIF-ova i države, ubrzanom prodajom manjih vlasničkih udjela upravama poduzeća i drugim zainteresiranim kupcima te jačom kontrolom uprava kroz nadzorne odbore.

Istodobno to znači, s druge strane, da – ako je jedan od političkih ciljeva masovne privatizacije bio i taj da se PIF-ovi javljaju kao “restrukturirajući mehanizmi” u privatiziranim poduzećima, on neće u dogledno vrijeme biti postignut doli u jednom vrlo malom broju poduzeća. Jednostavno, PIF-ovi raspoloživim ljudima, kapitalom, znanjem, poslovnom filozofijom i svojim ciljevima nisu orijentirani prema ulozi značajnijih činitelja restrukturiranja u hrvatskim dioničkim društvima.

Kad je riječ o *ponašanju države kao vlasnika*, smatramo da je njezino ponašanje kao činitelja korporacijske kontrole bilo uvjetovano s nekoliko “tvrdih” činitelja. To su: a) usvojeni model privatizacije iz 1991. godine, b) negativno stajalište (bivše) političke elite, na vlasti od 1991. do 1999. godine, prema razvoju različitih oblika poduzetništva, c) rabljenje države kao “općeg poduzetnika” preko kojega politička elita prikuplja i redistribuira višak vrijednosti, uz istodobno formalno i neformalno poticanje političkoga klijentelizma i razvoja politički podobne poduzetničke elite, d) delegitimacija privatizacije i državnih institucija u očima javnosti, e) negativan stav nove političke elite prema državi kao dominantnom vlasniku poduzeća.

Legitimacijski obrazac prethodne političke elite u privatizacijskom projektu temeljio se na nekoliko teza: da se privatizacijom želi napustiti bivši ne-vlasnički sustav, da se njome želi ostvariti pravedna razdioba društvenog bogatstva i narodni kapitalizam te razviti “tržišno gospodarstvo zapadnoga tipa”. Naglasak je bio na utopijskim ciljevima privatizacije, dok se u stvarnosti privatizacija svela na punjenje državnog proračuna i razvoj primitivnog tipa kapitalizma. *Nova je politička elita od utopijskih ciljeva privatizacije zadržala “ispravljanje nepravdi” iz ne tako davne prošlosti,*

*dok je posve otvoreno povećala broj pragmatičnih ciljeva: od bijega države iz poduzeća do izravnog punjenja državnog proračuna sredstvima od privatizacije velikih sustava.*

Nova politička elita (na vlasti od siječnja 2000. godine) ima nekoliko ciljeva u politici privatizacije preostalog fonda državnih poduzeća. Žele se ispraviti dosadašnje nepravde u privatizaciji “revizijom pretvorbe i privatizacije”, raznim tehnikama i povoljnim uvjetima prodaje hoće se što prije prodati preostala poduzeća u državnom vlasništvu, time smanjiti ulogu države kao vlasnika u poduzećima, želi se sačuvati i što veći broj “malih dioničara”. Osim toga, ozbiljno se najavljuje ulazak radničkih predstavnikâ u nadzorne odbore poduzeća u državnom vlasništvu i potiče se jačanje socijalne sigurnosti zaposlenih, kroz parcijalne izmjene radnog zakonodavstva i zakona o stečaju.

No, niti nova državna administracija nije za sada dublje ušla u analizu unutrašnjih proturječnosti hrvatskog modela privatizacije i ključnih problema korporacijskog upravljanja u zemlji niti je pokazala kako iskazuje veći interes za mišljenje stručne javnosti o poželjnim potezima u području (moguće) nove privatizacijske politike. Iako su novi postprivatizacijski ciljevi uzeli u obzir “negativno naslijeđe privatizacije” od prethodne vlasti, oni su tendencijski nesukladni u jednoj temeljnoj ideji: da se kroz postupak revizije pretvorbe i privatizacije mogu ispraviti sve dosadašnje nepravde uočene u tom procesu! Naime, *dok najavljeno spajanje i brza prodaja preostalog portfelja državnih poduzeća tendencijski implicira odustajanje države od upravljanja tim poduzećima, ovako predviđena revizija pretvorbe i privatizacije otvara put ponovnom državnom intervencionizmu u velikom dijelu već privatiziranih poduzeća, što se može pretvoriti u novu “lošu beskonačnost” i začinjanje novih nepravdi.*

Na kraju, kad je riječ o naklonosti ispitanika prema drugim modelima korporacijske kontrole, došli smo do nekoliko temeljnih zaključaka. Prvo, relativna većina menadžera i članova NO-a prihvaća “ideju radničkog nadzorništva” kao moguću polaznu točku za reformu postojećeg modela kontrole u dioničkim društvima. Drugo, ideju da jedna trećina članova NO-a bude iz redova menadžera, prihvaća preko polovine menadžera, ali se tome protivi 65,2% sadašnjih članova NO-a. Pretpostavljamo da jedan dio članova NO-a u toj ideji vidi jedan posve nov koncept upravljanja dioničkim društvima, koncept koji odudara od europske/njemačke pravne tradicije, pa ga drži neprihvatljivim za naše prilike. Treće, i menadžeri i članovi NO-a protive se ideji da bi predsjednici uprava trebali biti i pred-

sjednicima novih upravljačkih odbora, ukoliko bi se oni osnovali u dogledno vrijeme.

Provedena hi-kvadrat analiza pokazala je da poslovna (ne)uspješnost poduzeća nije distinktivna varijabla niti u odnosu na izražena mišljenja menadžera o ključnim elementima moguće novih, inoviranih (njemačkih i anglosaskih) modela korporacijskog upravljanja. Slično, pokazalo se da pojedini tipovi vlasničke kontrole (izrazita vlasnička kontrola - neizrazita vlasnička kontrola) uopće značajnije ne diferenciraju odgovore menadžera u odnosu na moguće, nove modele korporacijskog upravljanja. To znači da se (ne)sklonost idejama reforme hrvatskog korporacijskog modela u domaćih menadžera i članova NO-a krije u nekim drugim činiteljima, do kojih je na temelju ovih podataka teže doći.

## EVOLUCIJA MODELA KORPORACIJSKOG UPRAVLJANJA?

---

U odnosu na naše polazne hipoteze možemo ustvrditi nekoliko stvari. Iako politička elita, pa i dio poslovne javnosti u Hrvatskoj, još uvijek nedovoljno pozornosti poklanja problemima korporacijskog upravljanja i uspostavi svjetskih standarda korporacijske kontrole, jača svijest da nešto treba mijenjati u praksi upravljanja velikim dioničkim društvima. Ta je svijest proizvod kako negativne percepcije privatizacije u cjelini, svjesnog uništavanja privatiziranih poduzeća od dijela politički favoriziranih vlasnika i menadžera, tako i potrebe da se određenom reformom zakonodavstva potakne veći razvoj tržišta za korporacijsku kontrolu.

Podsjetimo, zakonodavno je hrvatski model nadzora u dioničkim društvima rađen po ugledu na njemački model korporacijskog nadzora. Vjerojatno se neće ići na radikalno mijenjanje sadašnjeg modela korporacijske kontrole, već prije na prilagođavanje sadašnjeg modela hrvatskim prilikama, što je sukladno i nekim međunarodnim iskustvima. Međunarodna istraživanja modela i prakse korporacijskog upravljanja upozorili su nas da ovdje nije moguće preko noći mijenjati modele nadzora i kontrole, jer oni ne ovise samo o pravno definiranim odnosima unutar korporacija već i o nizu činitelja unutar i izvan njih. Riječ je o strukturama koje su trome, ovisne i o prethodnim kolektivnim iskustvima političke elite, vlasnika i zaposlenika, pravnoga sustava i tradicije, i koje su zbog urođene inercije sklonije evolutivnim no eruptivnim promjenama. To znači da će se omogućiti prisutnost predstavnika radnika u nadzornim odborima u jednom dijelu velikih (uglavnom državnih) poduzeća.<sup>3</sup> Jasno, tek će vrijeme pokazati



bi li “radničko nadzorništvo” u domaćim dioničkim društvima bilo tek preventiva uprava u slučaju kriznih situacija (da ne bi izbili nekontrolirani radnički buntovi) ili pak djelotvorno oruđe zaposlenih protiv samovoljnih vlasnika i neodgovornih uprava? Istodobno, novim zakonima i propisima kani se omogućiti lakše i razvidnije preuzimanje poduzeća.<sup>4</sup>

Naši podatci sugeriraju da je menadžerska kontrola u hrvatskim dioničkim društvima i dalje prisutna (uglavnom tamo gdje su vlasnici poduzeća zaposlenici i država), ali uz istodobnu egzistenciju apsolutne vlasničke kontrole u jednom dijelu poduzeća. To znači da većinski vlasnici igraju sve više odlučujuću ulogu u ograničavanju različitih oblika menadžerskog ukopavanja i u hrvatskim prilikama. U tim je uvjetima i menadžerski “know-how” podvrgnut boljem poslovnom učinku u prilog vlasnika, a ne održavanju *status quo* i različitih saveza ne bi li se zadržala postojeća kontrola resursa i rada te izbjegli mogući preuzimatelji poduzeća. Istodobno, zadnje dvije godine svjedoče, i to najviše zahvaljujući provedenoj (ograničenoj) masovnoj privatizaciji, da su institucionalni ulagači (prvenstveno PIF-ovi) i u Hrvatskoj u nešto većoj mjeri počeli utjecati na korporacijsko upravljanje.

Po svemu sudeći, *kvaliteta korporacijske kontrole u skoroj budućnosti, pogotovo uspješnost vlasnikâ da kontroliraju uprave poduzeća, ovisi o naslijeđu privatizacije, ali i novih poteza države kad je riječ o razvoju izvankorporacijskih mehanizama kontrole*. Prema mišljenjima samih članova NO-a najvažniji su opći činitelji uspješnije vlasničke kontrole menadžera: neovisne analize poslovanja od revizorskih tvrtki, završetak privatizacije hrvatskih poduzeća i brži razvoj domaćih burzi, odnosno tržišta kapitala (tablica 1).

	<i>X</i>	<i>Rang</i>
1. dovršetak privatizacije domaćih poduzeća	3,25	2
2. brži ulazak stranog kapitala u poduzeća	3,10	5
3. stručniji/obrazovaniji sastav NO-a poduzeća	3,16	4
4. brži razvoj domaće burze i tržišta kapitala	3,20	3
5. realni/nezavisni nalazi revizorskih tvrtki	3,36	1
6. uključivanje predsjednika uprava u sastav NO-a	1,76	9
7. dopuštanje lakšeg i bržeg preuzimanja drugih poduzeća	1,98	8
8. obvezno javno objavljivanje poslovnih izvješća za sva dionička društva	2,93	6
9. uključivanje predstavnika radnika u NO-e	2,10	7

*Napomena:* ljestvica od 1 do 4.

**Tablica 1.**  
Percepcija općih odrednica  
vlasničke kontrole menadžera  
– mišljenje članova NO-a (%)

Provedena faktorska struktura upućuje na to da su prethodni odgovori zapravo utemeljeni na tri ključne teze (tablica 2). Naši ispitanici drže da su za uspješnije poslovanje i učinkovitiju vlasničku kontrolu najvažniji: neovisna revizorska izvješća poslovanja poduzeća (F1), jednostavnija preuzimanja poduzeća (F2) te obvezno javno objavljivanje poslovnih izvješća za sva dionička društva.

<i>Variable</i>	<i>F1</i>	<i>F2</i>	<i>F3</i>	
dovršetak privatizacije domaćih poduzeća	.548	-	-	
brži ulazak stranog kapitala u poduzeća	.460	-	-	
stručniji/obrazovaniji sastav NO-a poduzeća	.784	-	-	
brži razvoj domaće burze i tržišta kapitala	-	-	.623	
realni/nezavisni nalazi revizorskih tvrtki	.844	-	-	
uključivanje predsjednika uprava u sastav NO-a	-	.811	-	
dopuštanje lakšeg i bržeg preuzimanja drugih poduzeća	-	.854	-	
obvezno javno objavljivanje poslovnih izvješća dioničkih društava	-	-	.748	
uključivanje predstavnika radnika u NO-e	-	-	.628	
Eigen vrijednosti	1.970	1.603	1.544	
Postotak objašnjene varijance	21.894	17.814	17.153	Ukupna varijanca: 56.851

Tablica 2.

Faktorska struktura činitelja bolje vlasničke kontrole menadžera – mišljenja članova NO-a (analiza glavnih komponenti, varimax rotacija, zasićenja veća od .40)

Očito je da su najnoviji potezi države s ciljem smanjenja državnog vlasništva u poduzećima sukladni takvim razmišljanjima članova NO-a. Međutim, što se tiče kvalitetnije analize revizorskih tvrtki o poslovanju poduzeća i razvoja domaće burze i tržišta kapitala, situacija je nešto kompleksnija. Rad revizorskih tvrtki ne ovisi samo o državnoj regulaciji obrazovanja za profesiju revizora već i o razvoju profesije revizora kao takve te tržišne konkurencije među revizorskim tvrtkama.

*Što se tiče razvoja domaćeg tržišta kapitala kao tržišta za korporacijsku kontrolu, po svemu sudeći ono se u Hrvatskoj još uvijek neće razviti tako skoro. To je jednostavno usud svake male zemlje koja nije dovoljno otvorena inozemnom kapitalu i međunarodnim ulaganjima. Međutim, ovdje je politika države važna jer ona svojim potezima (poreznim olakšicama i drugim pogodnostima) može stimulirati izlazak što više dioničkih društava na burze (domaće i strane) te tako pomoći razvoju tržišta kapitala kao važnom činitelju bolje korporacijske kontrole. Dakle, u bliskoj budućnosti u Hrvatskoj tek slijedi određena reforma unutrašnjih nadzornih struktura u dioničkim društvima, ali ne i jači razvoj vanjskih mehanizama korporacijske kontrole.*

Novonastale vlasničke strukture, “naslijeđeni”, “transformirani” i (dobno) posve novi menadžeri, novi institucionalni investitori te država i dalje će, dakle, unutar relativno nepromijenjenog institucionalnog okvira biti glavni akteri novih strategija za kontrolu nad hrvatskim poduzećima.

## BILJEŠKE

- <sup>1</sup> Ipak, u posljednje vrijeme bilježimo i neke slučajeve preuzimanja poduzeća u kojima su se i manjinski dioničari organizirano borili za svoj utjecaj u kontroli poduzeća. Dogodilo se to u situaciji kada je jedan strateški partner najavio preuzimanje velikog turističkog poduzeća (Plava laguna, Poreč, proljeće 2000. godine). Naime, stjecajem raznih okolnosti ovdje su mali dioničari, uz pomoć jedne brokerske kuće koja je tu također imala dio dionica u vlasništvu, uspjeli podići cijenu svojih dionica prije prodaje strateškom investitoru s 550,00 kn na 1000,00 kuna po dionici. Koliko znamo, ipak nema mnogo takvih slučajeva, gdje manjinski i mali dioničari uspijevaju barem postići veću tržišnu cijenu dionica prije preuzimanja poduzeća (usp. *Večernji list*, Zagreb, 8. 3. 2000.).
- <sup>2</sup> Taj su koncept dioničkog društva/korporacije zastupali i neki sudionici našeg okruglog stola, koji je zajedno s HUP-om, Zagreb, održan pod naslovom “Modernizacija i upravljanje” u Zagrebu 5. srpnja 2000. godine. Prema nekoliko sugovornika (poslodavaca i menadžera) prvo treba razlikovati je li riječ o privatnim kompanijama ili o “javnim kompanijama”. Drugo, treba vidjeti ima li se posla s većinskim vlasnikom ili ne? Prema jednom od naših sugovornika “tu je bitan interes kapitala, a ne radničko sudioništvo u nadzornim strukturama iako su i uprave i radnici na istim stranama”. Vlasnike i vani “samo zanimaju vrijednosti dionica, a sve je drugo u domeni menadžera”. Također, kad je riječ o strateškim investitorima, i njih zanimaju samo prinosi. Zbog toga uprave imaju stratešku prednost pred ostalim činiteljima poslovnog uspjeha i nadzora, barem kad je riječ o stranim ulagačima koji dolaze u Hrvatsku! Ovo je mišljenje vrlo uvaženog menadžera, koji radi za inozemnog vlasnika u jednoj hrvatskoj tvornici, i koji je menadžerskim ugovorom i svoju osobnu imovinu stavio na raspolaganje u slučaju poslovnog neuspjeha poduzeća koje vodi. Zato ga ipak ne treba podcijeniti; s druge strane, iz rečenoga možemo postaviti i tezu da inozemni ulagači, po neposrednom dolasku u hrvatska poduzeća, jačaju menadžerski utjecaj u tim poduzećima!
- <sup>3</sup> Prema posljednjim informacijama pripremaju se izmjene postojećeg Zakona o trgovačkim društvima, kojima će se i provedbeno omogućiti da sva trgovačka društva, pa i ona koja su posve u privatnom vlasništvu, u svoja nadzorna tijela uključe po jednog predstavnika zaposlenih radnika. Ta se izmjena najavljuje usporedno s izmjenama Zakona o radu, kojima se uz jačanje radničkih prava (primjerice, legalizacija štrajka ako poslodavac ne isplaćuje plaću itd.) reguliraju ključna pitanja o načinu izbora predstavnika u nadzorne odbore (usp. *Večernji list*, Zagreb, 21/22. lipnja 2000.).

<sup>4</sup> Kako je istaknuo predsjednik Komisije za vrijednosne papire (na okruglom stolu “Modernizacija i upravljanje” u Zagrebu 5. srpnja 2000. godine), korporacijsko upravljanje i tržišta kapitala su imanentno povezani. Hrvatska ima nerazvijeno tržište kapitala, po njemu, i treba se odlučiti “što zapravo želimo”: kako dalje ići s razvojem tržišta kapitala te kako postići da onda naša dionička društva “prirodno traže nove načine upravljanja”?

Kad je riječ o ulozi države u razvoju infrastrukture tržišta kapitala u Hrvatskoj, isti sugovornik je na drugom mjestu (*Večernji list*, Zagreb, 10. 5. 2000.) istaknuo nekoliko važnih stvari. Prvo, u važnija dostignuća na razvoju infrastrukture ubraja: a) početak rada Središnje depozitarne agencije (SDA), kojoj je cilj kao središnjem registru i depozitariju različitih vrsta vrijednosnih papira da pridonese konkurentnosti hrvatskog tržišta kapitala pružanjem usluga prijeba, namire, registra i depozitarija; b) javne knjižnice s podacima o poslovanjima domaćih dioničkih društava. Ovdje je zanimljiv podatak da prema sadašnjem zakonodavstvu nije moguć uvid u podatke o najvećim dioničarima trgovačkih društava. Buduća regulativa trebala bi to omogućiti, barem za javna dionička društva (poput Plive, Zagrebačke banke i sličnih).

Također, ovdje je rečeno da će se prije prihvaćanja novih zakona o vrijednosnim papirima i zakona o preuzimanju dioničkih društava izmijeniti i zakonska regulativa za PIF-ove i investicijske fondove. Između ostaloga, zabranit će se stjecanje dionica PIF-ova od njihovih osnivača – društava za upravljanje tim istim fondovima. Time bi se i hrvatska država počela boriti protiv isprepletenog vlasništva (*cross-ownership*) u ovome području. Istodobno, najavljena je i mogućnost da se u zakonu o preuzimanju poduzeća mijenja prag vlasničkog postotka koji obvezuje na javnu ponudu za preuzimanje poduzeća – s 25% dionica na 33% dionica u vlasništvu pojedinog dioničara.

---

## SAŽETAK



U ovom smo radu pokušali dati skroman prilog mogućoj raspravi o odnosu vlasništva, upravljanja i rukovođenja u novonastalim društvima kapitala u Hrvatskoj. Naglasak je pri tome logikom stvari – jer su nam u žarištu empirijske analize ipak bila dionička društva – na problemima korporacijskog upravljanja i ponašanju novih ekonomskih aktera – vlasnika poduzeća, menadžera, malih dioničara, institucionalnih ulagača i različitih predstavnika države (kao vlasnika još uvijek značajnog dijela imovine u hrvatskome gospodarstvu).

Naši podatci i zaključci nisu definitivni već prije indikativni, i kao takovi “zarobljenici” su konkretnoga vremena i prostora. Možemo ih svesti na nekoliko općenitih teza, teza koje će tražiti dodatne provjere u nekim budućim istraživanjima ovoga problema.

Prvo. Praksa korporacijskog upravljanja i kontrole u dobrom dijelu hrvatskih dioničkih društava pod velikim su utjecajem ključnih aktera proizašlih iz procesa privatizacije te, poradi njegove nezavršenosti, i pod utjecajem nestabilne vlasničke strukture. U gotovo svim se analiziranim poduzećima – tendencijski – očekuje smanjenje vlasničkih udjela države, zaposlenih i privatizacijskih investicijskih fondova, a u korist menadžerskih grupa, pojedinačnih (domaćih i inozemnih) vlasnika, institucionalnih vlasnika (privatizacijskih investicijskih fondova ili PIF-ova) te inozemnih korporacija.

Drugo. Anketirani menadžeri i članovi NO-a identificirali su kao dominantne vlasnike u vlasničkoj strukturi “njihovih” poduzeća najčešće zaposlene radnike, državu i institucionalne aktore (PIF-ove i domaća poduzeća). Međutim, zaposleni radnici kao “mali dioničari” do sada nisu imali značajniju ulogu u ograničavanju menadžerske kontrole i volje većinskih vlasnika.

Treće. I ovo je naše istraživanje potvrdilo da hrvatski menadžeri teže povećanju svojih (su)vlasničkih udjela u postojećim dioničkim društvima. Te su aspiracije vjerojat-

no objašnjive, s jedne strane, njihovom željom da se sačuva i ojača vlastiti menadžerski i (su)vlasnički status i u toj dvostrukoj ulozi bitno utječe na profil poslovanja i kontrole u dioničkim društvima, a s druge strane njihovom sklonošću ka *rigidnom "vlasničkom konceptu korporacije"*. U njihovoj se interpretaciji toga koncepta korporacija svodi samo na profit i zadovoljavanje interesa vlasnika, odnosno većinskih dioničara.

Četvrto. Temeljem procjena anketiranih menadžera i članova nadzornih odbora zaključujemo da se u dijelu poduzeća personalno povezuju vlasnička i nadzornička funkcija, što znači da smo našim istraživanjem identificirali postojanje apsolutne vlasničke kontrole u dijelu velikih hrvatskih poduzeća. Zanimljivo je također da *sviega jedna desetina naših ispitanika smatra kako naknadu članovima NO-a za njihov rad uopće ne bi trebalo vezivati uz poslovni učinak poduzeća*. Takvo stajalište prema našem mišljenju može bitno umanjiti neovisnost članova NO-a u njihovu djelovanju, a suprotan je i preporukama međunarodnih kodeksa za uspješnu korporacijsku kontrolu.

Peto. Kad je riječ o ključnim obilježjima nadzornih odbora u dioničkim društvima, članovi nadzornih odbora najzadovoljniji su općim obrazovanjem članstva, razumijevanjem poslovnih izvješća uprave i stručnošću, a izrazito su nezadovoljni time što im nedostaje neovisnosti u promišljanju problema, što nisu djelotvorni u donošenju odluka i što nedovoljno poznaju probleme poduzeća. Menadžeri su u tome smislu znatno kritičniji: zamjeraju članovima nadzornih struktura da uopće ne razumiju financijska/poslovna izvješća o poslovanju poduzeća, što ih bitno onemogućava u vršenju njihove nadzorničke uloge. Osim toga, dio menadžera ističe promjenu vlasničke strukture (manje vlasnika, s većim vlasničkim udjelima) kao nužnu pretpostavku profesionalnijeg rada nadzornih odbora.

Šesto. Iako donekle ograničena raspoloživim podatcima, provedena statistička analiza otkrila je nekoliko (vjerojatnih) veza između korištenih varijabli: a) izrazitija vlasnička kontrola u većoj je mjeri povezana sa stabilnom vlasničkom strukturom poduzeća, koja se neće mijenjati u bliskoj budućnosti; b) većinski su vlasnici poslovno neuspješnih poduzeća u većoj mjeri no drugi upravo PIF-ovi/domaća poduzeća te država. Ovakva struktura gubitaka proizvod je masovne privatizacije i strukture poduzeća koja su još uvijek u portfelju HFP-a.

Sedmo. Raspoloživi podatci upozoravaju da što češće u poduzećima imamo izrazitiju vlasničku kontrolu, vjerojatnije je da ćemo u njima zateći i poslovanje s dobitima u



zadnjih nekoliko godina. Međutim, kako ovome zaključku ipak ne podliježu sva poslovno uspješna poduzeća, pretpostavljamo da u dijelu hrvatskih dioničkih društava izrazita vlasnička kontrola ipak nije i jedini činitelj poslovnog uspjeha poduzeća u proteklom razdoblju.

Osmo. Kad je riječ o strategiji ponašanja institucionalnih vlasnika (prvenstveno PIF-ova) i države, gotovo svi privatizacijski fondovi odabrali su u pogledu svoga portfelja poduzeća na dulje vremensko razdoblje zapravo "strategiju izlaza" (exit strategy). To znači da bi svi željeli što prije prodati poduzeća mogućim ulagačima - bilo domaćima bilo stranim. Želje menadžera za (su)vlasništvom u poduzećima gdje rade išle su u prilog takvoj strategiji PIF-ova. Istodobno to znači da, ako je jedan od političkih ciljeva masovne privatizacije bio i taj da se PIF-ovi javljaju kao "restrukturirajući akteri" u privatiziranim poduzećima, on neće u dogledno vrijeme biti ostvaren. Jednostavno, PIF-ovi raspoloživim ljudima, kapitalom, znanjem, poslovnom filozofijom i svojim ciljevima nisu orijentirani prema ulozi značajnijih činitelja restrukturiranja u hrvatskim dioničkim društvima.

Deveto. Kad je riječ o ponašanju države kao vlasnika, dakle i kao činitelja korporacijske kontrole, ono je po nama bilo uvjetovano s nekoliko "tvrdih" varijabli. To su: a) usvojeni model privatizacije iz 1991. godine, b) negativno stajalište (bivše) političke elite, na vlasti od 1991. do 1999. godine, prema razvoju različitih oblika poduzetništva, c) rabljenje države kao "općeg poduzetnika" preko kojega politička elita prikuplja i redistribuira višak vrijednosti, uz istodobno formalno i neformalno poticanje političkoga klijentelizma i razvoja politički podobne poduzetničke elite, d) delegitimacija privatizacije i državnih institucija u očima javnosti, e) negativan stav nove političke elite prema državi kao dominantnom vlasniku poduzeća.

Deseto. Nova državna administracija (na vlasti od 2001. godine) nije dublje ušla u analizu unutrašnjih proturječnosti hrvatskog modela privatizacije i ključnih problema korporacijskog upravljanja u zemlji niti je pokazala veći interes za mišljenje stručne javnosti o poželjnim potezima u području (moguće) nove privatizacijske politike.

Jedanesto. Naši podatci sugeriraju da je menadžerska kontrola u hrvatskim dioničkim društvima i dalje prisutna (uglavnom tamo gdje su vlasnici poduzeća zaposlenici i država), ali uz istodobnu egzistenciju apsolutne vlasničke kontrole u jednom dijelu poduzeća. To znači da većinski vlasnici igraju sve više odlučujuću ulogu u ograničavanju različitih oblika menadžerskog ukopavanja i u hrvatskim prilikama. Po svemu sudeći, kvaliteta korporacijske kon-

trole u skoroj budućnosti, pogotovo uspješnost vlasnikâ da kontroliraju uprave poduzeća, ovisi o naslijeđu privatizacije, ali i novih poteza države kad je riječ o razvoju izvankorporacijskih mehanizama kontrole. Prema mišljenjima članova nadzornih odbora najvažniji su vanjski činitelji uspješnije vlasničke kontrole menadžera: neovisne analize poslovanja od revizorskih tvrtki, završetak privatizacije hrvatskih poduzeća i brži razvoj domaćih burzi, odnosno tržišta kapitala. Zato je razložno zaključiti da će u neposrednoj budućnosti novonastale vlasničke strukture, “naslijeđeni”, “transformirani” i (dobno) posve novi menadžeri, novi institucionalni investitori te država i dalje, i to unutar relativno nepromijenjenog institucionalnog okvira, biti glavni akteri novih strategija za kontrolu nad hrvatskim poduzećima.



## SUMMARY



The basic aim of this study and the underlying empirical research (carried out between 1999 and 2000) was to give a systematic, expert and empirically-based analysis of the main aspects of corporate governance in Croatia. Special attention was given to ownership (d)evolution, management control and their impact on enterprise structures.

The author's approach was based on three preliminary hypotheses. Hypothesis *one*: the Croatian corporate governance model is designed according to laws which follow the German corporate governance model, but in reality the Croatian model is still unshaped and far from the planned design. Hypothesis *two*: in Croatian joint-stock companies, the ownership structure is not the key determinant of corporate control – it is rather the managers' ownership-governance "know-how" which is most influential in real situations. Hypothesis *three*: foreign investors, banks, insurance companies and other financial institutions have not played a significant role in corporate control.

In an attempt to present the basic relations between owners on the one side and top management on the other, *agency theory was analyzed* in the first chapter. Here the author tried to explain some of the basic concepts that are linked to agency theory, corporate governance and management control such as: Anglo-American and German corporate governance models, management entrenchment and management control, privatization and management control in postsocialist countries, and possible evolution of management in privatized enterprises.

Bearing in mind the mentioned basic aim of the overall study, *the main research project objectives* were defined as the following: 1) identification of a new ownership structure and its evolution within the analysed joint-stock companies since privatization to the present day (with special focus on top managers and supervisory boards), 2) identification of possible relations between the new ownership

structure, enterprise performance and ownership control, 3) identification of key shareholder strategies (managers, employees, state, institutional investors) regarding: a) ownership stake within an enterprise, b) corporate control practice, c) the economic and social performance of an enterprise, 4) a description of the possible development of corporate governance in Croatian joint-stock companies in the near future (attention given to the (d)evolution of management control).

Concerning the study sample of joint-stock companies and managers, the analysis of the available secondary data showed that the Croatian Privatization Fund's documentation was the most appropriate for our final joint-stock companies' sample (publication "*Privatizacija*" - *Special Issue 1998*). The study sample of enterprises/joint-stock companies are from the following areas in Croatia: Zagreb and its environs (50 enterprises), Northern Croatia (11), Slavonia (Osijek and its environs - 15 enterprises), Lika, Kordun and Banovina region (10), Istria, Rijeka and Gorski Kotar (20), Dalmatia (Split region - 20 enterprises). We used two different questionnaires as the main research tools: one for top managers and one for SB-members; every questionnaire had approximately 50 closed questions, covering relevant data on personal, enterprise and corporate governance problems. We also used a semi-structured questionnaire for interviews with capital market professionals and PIF's managers. By the end of the investigation (spring, 2000), we had collected research data on corporate control and capital markets in Croatia from enterprise managers (n = 70), supervisory board members (n = 135), and 40 (interviewed) professionals.

Undoubtedly *the practice of corporate governance and corporate control in Croatian joint-stock companies is subject to the detrimental influence of key privatization actors and a very unstable ownership structure in these joint-stock companies*. We most frequently found that employees, the state and institutional actors (Croatian enterprises and privatization investment funds (PIFs)) were the dominant owners in our sample of joint-stock companies. However, the majority of our respondents expected major changes within the ownership structure in most of these joint stock companies/enterprises. They think that the ownership stakes of the most important owners - the state, employees and domestic enterprises - will decrease and that the ownership stakes of managerial groups, individual (domestic or foreign) owners and privatization investment funds (PIFs) will increase in the near future.

Under the present post-privatization circumstances, the main actors show different patterns of behavior.

1) *Employees as “small shareholders”* or “minority owners” generally do not play a significant role in corporate control within the majority of Croatian privatized enterprises. Namely, as long as the firm does well in business, they are satisfied with their stakes and with the policy of preserving existing jobs. This latent coalition with managers falls apart in at least two typical situations: a) When incumbent managers plunder the enterprise’s resources and when their methods of internal rent-seeking seriously threatens workers’ wages and jobs, b) When someone else outside the enterprise tries to take over the company. In these situations, witnessed mostly in the last year (e.g., affairs with Petrokemija-Kutina, Čateks – Čakovec, Nama – Zagreb, Šavrić – Zagreb, etc.), the conflict between workers and managers becomes very obvious and *workers as workers – and not as small shareholders* – defend “their enterprises” through collective actions (strikes, pleas to the government, coalitions with “small shareholders” outside the enterprise, etc.). This means that the new ownership and management elite has not produced the desired economic and social output within these newly privatized enterprises. Since the state still has some ownership stakes in many of these enterprises, the workers initially appeal to the government in such conflicts! Thus, for ideological and other reasons, the new government wants to get rid of state ownership within enterprises as soon as possible, to keep the growing number of conflicts inside the enterprises. Moreover, this is why more responsibility is being demanded from managers and supervisory board members.

2) *Our research confirmed once again that wherever possible Croatian managers are trying to increase their ownership stakes within a particular joint-stock company.* The whole privatization process in Croatia (from 1991 to 1997) was mainly based on (politically controlled) “insider privatization”. Former socialist directors (now “managers”) as “insiders” took the opportunity to become (co)owners of a certain part of enterprise shares. The Croatian project of limited mass privatization in 1998/1999, which introduced the PIFs as corporate governance actors in Croatia, intensified managers’ (co)owners’ aspirations once more.

According to our research data, supported by data from other empirical sources, about 35.7% of the surveyed managers do not have shares in the enterprises where they are managing, 58.6% have shares which do not enable them to have enterprise control and almost 6.0% have

shares which enable them to have most or absolute ownership control of particular enterprises. Members of the managerial elite think that the success of their firms would improve if, in the near future, the ownership stakes of the state, domestic enterprises, PIFs, workers and small shareholders outside the enterprise decreased; at the same time, the ownership stakes of foreign investors (as strategic partners!), local individual owners and the ownership stakes of incumbent managers should be increased. The mass privatization project during the last two years and the policy of new state administrators towards the role of the state within enterprises has helped some of these managers' dreams come true.

Nevertheless, what is behind these managers' desires? Two reasons are crucial here: a) The idea that they can through their double status – as managers and (co)owners – have a stronger influence on corporate control which is very important if a old/new player outside the enterprise (the state, PIFs, foreign investors, individual buyers) wants to enter the ownership structure of the company; b) The managers' idea of desired enterprise ownership structure shows that majority of Croatian managers prefer joint-stock companies with strong shareholders that adhere to the rigid concept of corporation. This can be called “the majority owner concept of corporation” because the concept does not include other stakeholders as relevant corporate governance players under present conditions. The question is to what extent is such a “majority owner concept of corporation” widespread among the governing groups within Croatian society?

Our research data also showed that owners in Croatian joint-stock companies are represented by two types of supervisory boards. The first type are small supervisory boards, mostly with 3 to 5 members, and the second type are large supervisory boards, with 6 to 9 members. We found that one third of the incumbent supervisory board members are simultaneously members of supervisory boards in other enterprises. Assuming that the number of parallel SB-functions directly affects the quality of SB-member involvement in enterprise problems, these findings are very alarming. This means (hypothetically speaking) that at least one third of SB-members can be blamed for the unprofessionally managed SB-member duties.

It is worth noting that in most cases SB-members come from “broader business systems”, which also encompass other enterprises in which they are “supervisors”. This means that within most of the studied enterprises there are



supervisory boards where the chairperson and all SB-members were appointed internally within these enterprises! This mostly occurs in enterprises which are owned by employees or by the employees and management groups. These joint-stock companies are in reality “true insider forts”, where management teams rather than the real owner appoint their own SB-supervisors.

With regard to the existing practice of owners’ control, the data showed that managers registered definite owners’ control in 38.6% of all enterprises and SB-members recognized it in 31.9% of enterprises. The incumbent managers are mostly controlled by regular business reports to SB but also by direct chairmanship of the owners within the supervisory boards. This means that in these enterprises there is a personal link between the owner’s and supervisory role, which is only one of the expressions of absolute owners’ control within this part of the researched companies. When evaluating the work of SB-members, we noted some differences between our respondents. Managers maintain that the key measures of SB-members’ work include the following criteria: realization of owners’ goals, increased enterprise profit and increased shares value. The SB-members stressed the following criteria as the main evaluation variables: increased profit followed by realization of owners’ goals. Moreover, they unanimously stressed the owners’ goals as one of the key criteria concerning the evaluation of SB-members’ work. However, the problem is often related to the Croatian context: namely, some new (post-privatization) owners do not have a clear idea about their real goals, or alternatively are working intentionally against their own workers and the enterprise itself.

Only one tenth of our respondents think that the SB-members’ fees should not be dependent on the enterprises’ economic performance. Such an attitude is interesting because it decreases the autonomy of SB-members with regard to their judgment and operational behavior. Moreover, the idea that SB-members’ fees should be linked to actual enterprise economic performance is quite different from international recommendations and codes of “best corporate practice” concerning the position of (external) board members.

However, admittedly at an explicit level, our respondents are aware that the autonomy of SB-members is very important. Namely, when they were asked to judge the key features of their boards, they stressed that they are very satisfied with the general level of education, comprehension of business/management reports and with professional

knowledge. In contrast, they are most dissatisfied with the lack of autonomy in their problem solving, with the inefficiency in decision-making as well as with the level of knowledge in relation to enterprise problems. Managers are much sharper here: they think that supervisory boards would work in a more professional way if they were composed of more competent people who understand financial/business reports more efficiently than present-day SB-members.

Besides, some managers think that further privatization is a sine qua non pre-condition for more professional work of present-day supervisory boards. Moreover, all these opinions can be summarized in the following question: what kind of competent SB-members are we talking about here if they do not know enough about the problems of the enterprise whose managers they are supervising? In addition, how should we define “professional competence” required for supervisory board functions inside Croatian joint-stock companies? We still do not have the answers to these questions from our respondents and interviewed professionals.

Some interesting relations between our variables were found following statistical analysis. First, where owners’ control is very strong, there is a very high probability that the ownership structure will not change in the near future! We concluded that possible reasons for this is that the newly established ownership structure determined such control and not vice versa. Second, the majority of enterprise owners where economic performance is poor are to a much higher extent PIFs and the state rather than other owners. This finding can be explained as a product of mass privatization and the present CPF – enterprises portfolio.

An interesting tendency can be detected concerning the relations between the level of economic performance and possible changes within ownership structure: enterprises that have performed poorly over the last three years are expecting that “their” strategic investors enter into the ownership structure to a greater extent than other enterprises. According to our respondents, the enterprises that performed very well do not plan to change their ownership structure in the near future. With regard to the institutional origin of SB-members, we found two statistically significant relations: a) SB-members from banks and PIFs are located to a greater extent in enterprises that performed poorly, b) in a similar way, SB-members that are representatives of the state are also located to a much higher extent within weak enterprises. These differences

were due to the different ways in which particular banks and PIFs entered the ownership structure of these enterprises: through new capital inputs, by swaps with the state or through the mass privatization project in 1998/1999. Alternatively, in cases where the state has ownership of enterprises for which there is no interest because of their poor performance in the past and inherited large debts.

In the end, a very important relation was identified between business performance and ownership control type. Namely, the statistical analysis used suggests the following possible relation: that within enterprises which experienced stronger owners' control, there exists a higher possibility that they performed very well in the last three years. Yet, we also detected other interesting findings: in our sample of enterprises we identified about 42.3% enterprises that are very successful; but within 19.5% of them we observed very strong owners' control, while within 22.8% weaker owners' control was noted. Thus, we can assume that strong owner control is not the only possible reason for good economic performance in joint-stock companies in Croatia.

3) *The behavior of PIFs.* Seven (7) privatization investment funds in Croatia were established recently - by the Croatian mass privatization project in 1998/1999. The PIFs' ownership role is mostly determined by their capital, management capacity and by their enterprises' portfolio "earned" within the mass privatization process, as well as in the newer swaps of some enterprises with the state. First of all, PIFs were - (bearing in mind the economic quality of the enterprises included in the mass privatization project) - very good players with regard to the role of "collector" of vouchers/certificates from the citizens involved in that project (about 200,000 different categories of war affected persons). Second, the whole design of the mass privatization project prevented the PIFs from the very beginning from obtaining the majority of ownership stakes within the available enterprises. Consequently, PIFs as the new (co)owners could not take stronger actions toward incumbent managers in enterprises and prevent enterprise assets from being subject to different modes of managers' "rent-seeking" and "asset stripping". Moreover, this slowed down the process of finding possible foreign or/and domestic investors for more successful enterprises. However, positively the "rules of the game" were established: they caused different cooperative models of behavior between PIFs themselves from the very beginning and oriented them especially toward the state as a regulator and one of the owners of non-privatized ownership stakes in other en-

terprises. This is why new swaps of some enterprises with the state were realized so that PIFs could improve their enterprise portfolios (and have larger ownership stakes in particular enterprises).

The most important conclusion is that Croatian PIFs, with regard to their enterprise portfolio, followed the “exit strategy” and not the policy of restructuring domestic companies. For this reason, PIFs’ are trying to find new investors for most of their enterprises and are becoming very serious players in corporate control (especially by suppressing management control in these enterprises). Managers’ aspirations toward (co)ownership status in “their” enterprises helped PIFs in this way so that some small enterprises were completely sold to incumbent managers through classical MBO operations.

According to the last data (given by PIFs managers in interviews in 2000), most PIFs follow the policy of ownership concentration within portfolio enterprises. The reason for this is clear: only the majority ownership stake is attractive to external investors, and only this kind of ownership allows PIFs some sort of enterprise restructuring – when necessary! The ownership concentration policy is also realised by mutual swaps between the PIFs themselves, because this practice has not as yet been strictly regulated in positive laws.

Overall the PIFs’ behavior so far suggests that they are not behaving like “active restructuring agents” within Croatian joint-stock companies. Namely, PIFs – with all their managers and external experts, available capital, knowledge, business philosophy and with their primary goals – are not oriented toward the important role as restructuring agents in these companies.

4) *The behavior of the state as owner.* During the last nine years, the behavior of the state as corporate actor was determined by several variables: a) by the privatization model from 1991, b) by the negative attitude of the former political elite (in power from 1991 to 1999) to development of different forms of entrepreneurship and ownership, c) by using the state as a “general entrepreneur”, which served the political elite for collecting and distributing the surplus value according to desired political criteria, d) by the formal and informal development of political clientele and the very narrowly politically designed entrepreneurship of elite, e) by illegitimacy of the privatization process and state institutions in the eyes of the public, f) by the negative attitude of the new political administration (in power from 2000) toward state ownership.

*This is why new administrators want to withdraw the state as owners from domestic enterprises as soon as possible.* At the same time, being aware of a deep workers' dissatisfaction with the economic performance of enterprises, managers and restructuring claims by new (co)owners, the government wants to include workers' representatives in supervisory boards.

The legitimacy pattern of the former political elite (in power from 1991 until 1999) was based on several theses: that through privatization the previous socialist non-ownership system would be replaced by an efficient ownership rights system; that through the privatization process, fair distribution of socialist assets and peoples' capitalism would be attained; and that a "market economy of the Western type" would also be developed soon afterwards. At the ideological level, utopian goals were stressed while in reality privatization results were diverted to certain revenues for the state budget and toward the development of a primitive type of capitalism.

The new political elite (in power after parliamentary elections on January 3, 2000) stress in terms of utopian goals "the correction of injustice within the former privatization process" and the survival of "small shareholders" (by CPF's new policy) - as long as it is possible; on the other hand, new officials increased the number of pragmatic goals (very directly): from withdrawal of the state from enterprises to obtaining money for the state budget through privatization of large infrastructure companies (telecommunications, electricity, etc.).

With regard to correcting injustice within the former privatization process, the government has formulated (through new laws) a revision policy of privatization. However, the final economic results of this policy are still very doubtful. Moreover, in an attempt to suppress the possible conflicts between new owners, managers and workers and to improve the quality of corporate performance, the government has decided from autumn, 2000 to include workers' representatives in supervisory boards. This is happening simultaneously with other measures directed toward the improvement of the employee social security rights. Clearly, the main contradiction within this new government policy is linked with the incongruence between basic utopian and pragmatic goals. While selling off the remaining state enterprises implies withdrawal of the state as a corporate governance actor, the announced revision policy of privatization facilitates new state interventionism in a significant number of enterprises that have already been privatized.

5) *Desirability of other corporate governance models.* We can only draw a few conclusions here.

First, the relative majority of managers and SB-members accept the idea of workers' representatives in supervisory boards as a starting point for the possible reform of the present model of control within joint-stock companies. Second, we investigated the thesis that incumbent managers can make up to one third of SB-members. This opinion is acceptable to more than a half of the surveyed managers while 65.2% of the current SB-members are opposed to that thesis. The author assumes that these SB-members are opposed to that idea because they think that such a change is quite different from the Croatian legal tradition and that radical change is not a good remedy for current corporate governance problems. Besides, perhaps some SB-members are opposed to such an idea because they are concerned about their positions and monthly salaries, which are also the products of the existing supervisory model. Third, managers and SB-members are to a large extent against the idea that the chairpersons of management teams can also be appointed as chairs of new corporate boards. No one is willing to accept such an open Anglo-American model of corporate control as a way of improving today's corporate governance structures.

*Retrospectively, all these findings allow us to make the following conclusions about these data.*

1) The Croatian corporate governance model will evolve toward "The German co-determination system in a Croatian way";

2) The current joint-stock company ownership structure and the behavior of the state as regulator and owner produced two dominant types of corporate control: a) absolute control of an individual / a few owners, and b) managerial control (very often supported by managers' (co)owners' status within current Croatian joint-stock companies); the latter will decrease with the arrival of strong shareholders into the enterprises, that may also have positive effects on the professionalization of the management function;

3) Although the external (foreign) investors, banks and insurance companies still do not play a significant role in corporate control, the Croatian mass privatization project from 1998/1999 introduced PIFs as new institutional owners that have played an important role in the corporate control of a (part) of Croatian joint-stock companies during the last two years.

4) The quality of corporate governance practice in Croatian joint-stock companies will also depend on the rapid development of Croatian capital markets as well as on new regulations which will introduce new standards of communication between shareholders themselves, as well as between managers and owners, shareholders and stakeholders, companies and potential investors, and companies and state regulators in the next few years.

Drago Čengić  
**Vlasnici, menadžeri i  
kontrola poduzeća**







# LITERATURA



- Anderson, R. E. (1992.), Opcije za prestrukturiranje vlasništva u istočnoj Europi: slučaj Jugoslavije, u: *U potrazi za vlasnikom. Simpozij*, GKH, UDH-Croma, Zagreb, str. 7–26.
- Andreff, W. (1996.), Corporate governance of privatized enterprises in transforming economies: a theoretical approach, *MOCT-MOST*, vol. 6 (2): 59–80.
- Aoki, M., Kim, H. (1995.), *Corporate governance in transitional economies*, Economic Development Institute Studies, The World Bank, Washington D. C.
- Aslund, A. (1999.), Problems with economic transformation in Ukraine, u: *The Fifth Conference on Transition Economies*, June 23–25, Dubrovnik, 44 p.
- 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, May 22–24, Split, pp.: 137–143.
- Baums, T. (1992.), Takeovers vs. institutions in corporate governance in Germany, Universitaet Osnabrueck, Institut fuer Handels und Wirtschaft, *Working Papers*, No. 1/92.
- Bebchuk, L. A., Roe, M. J. (1999.), A theory of path dependence in corporate governance and ownership, *Working Paper No. 131*, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, New York.
- Berglof, E. (1988.), Capital structure of a mechanism of control: a comparison of financial systems, u: Aoki, M., Gustafsson, B., Williamson, O., *The firm as nexus of treaties*, Sage Publications (prema C. G. Goritz, V. S. Fumas, 1996.).
- Berle, A. A., Means, G. C. (1932.), *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York.
- Beyer, J. (1996.), Governace structures. Unternehmensverflechtungen un Unternehmenserfolg in Deutschland, Wiesbaden, *Zeitschrift fuer Betriebswirtschaft*, 1996 (3): 79–102.
- Bhagat, S., Black, B. (2000.), Board independence and long-term firm performance, *Law and economic Working Paper No. 143*, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, New York
- Blair, M. M. (1995.), *Ownership and control*, The Brookings Institution, Washington, D. C.
- Błaszczyk, B., Woodward, R. (1996.), *Privatization in post-communist countries, vol II*, CASE, Warsaw.

- Bodenhoefer, H. J., Prohaska, Z., Vehovec, M. (1999.), Privatisation, investment funds and the corporate governance problem in Croatia, u: *Enterprise in transition. Third international conference – proceedings*, Ekonomski fakultet, Split, str. 573–577.
- Bornstein, M. (1997.), Non-standard methods in the privatization strategies of the Czech Republic, Hungary and Poland, London, *Economics of Transition*, vol. 5, 1997, br. 2: 323–338.
- Boycko, M., Shleifer, A., Vishny, R. (1995.), Mass privatization in Russia, u: *OECD, 1995*, str. 153–190.
- Boycko, M., Shleifer, A., Vishny, R. (1995.), *Privatizing Russia*, MIT Press, Cambridge
- Bruce, A., Buck, T., Coine, J., Wright, M. (1990.), Incentives for senior managers: share options and buy-outs, u: Jenkins, G., M. Poole (eds.), *New forms of ownership. Management and employment*, Routledge, London and New York, 1990: 233–250.
- Buvač, D. (1990.), *Povratak u kapitalizam*, ZPŠ, Zagreb.
- Chew, D. H. (ed.) (1997.), *Studies in international corporate finance and governance systems*, Oxford University Press, New York, Oxford.
- 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.
- Committee on corporate governance. Final report* (1998.), Gee Publishing Ltd, London.
- Committee on corporate governance in Greece (1999.), *Principles on corporate governance in Greece*, Athens, Greece, October 1999.
- Corporate governance (1994.), London, *The Economist*, vol. 330 (7848): January 29–February 4, 1994: 18 pp. (Survey).
- Corporate governance and control in Bulgaria. Summary report* (2000.), CIPE, <http://www.csd.bg/cgi/>.
- Čengić, D. (1995.), *Managéri i privatizacija. Sociološki aspekti preuzimanja poduzeća*, Alinea, Zagreb.
- Čengić, D. (1996.a), Korporacijsko upravljanje u Srednjoj i Istočnoj Europi, Zagreb, *Privatizacija*, vol. 2 (23): 45–58.
- Čengić, D., (1996.b), Korporacijsko upravljanje: u potrazi za “najboljim modelom” korporacijskog upravljanja, Zagreb, *Privatizacija*, vol. 2 (18): 36–39.
- Čengić, D. (1998.a), Vlasništvo i poduzeće: problem menadžerske kontrole, u: *Privatizacija i modernizacija*, /ur./ I. Rogić, Z. Zeman. Zagreb, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, 1998, str. 129–159.
- Čengić, D. (1999.), Menadžeri i institucionalni vlasnici, u: *Privatizacija i javnost*, /ur./ D. Čengić, I. Rogić. Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, 1999, str. 217–254.
- Čengić, D. i suradnici (1998.b), *Percepcija masovne/kuponske privatizacije. Završni istraživački izvještaj*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb.

- Čengić, D., Rogić, I. (ur.) (1999.), *Privatizacija i javnost*. Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb.
- Čučković, N. (1997.), Neslužbeno gospodarstvo i proces privatizacije, Zagreb, *Financijska praksa*, vol. 21 (1–2): 259–276.
- Čučković, N. (1998.), *Privatizacija – temeljni izazov gospodarske preobrazbe zemalja Srednje i Istočne Europe*. Disertacija. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu.
- Čučković, N. (1999.), Privatizacija u tranzicijskim zemljama: namjere i stvarnost deset godina kasnije, u: Čengić, D., Rogić, I. (ur.), *Privatizacija i javnost*. Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb, str. 11–46.
- Dhanji, F., Milanović, B. (1991.), Privatization in Eastern and Central Europe – objectives, constraints and models of divestiture, World Bank, *Working Papers*, Washington.
- Dittus, P., Prowse, S. (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*, Wiener Institut fuer Internationale Wirtschaftsvergleiche, Wien, No. 221, August 1995.
- ECGN (1999.), *Preliminary report. The separation of ownership and control: a survey of 7 European countries*, Brussels, 25 October 1997 (Internet).
- EBRD (1998.), *Economic transition in Central and Eastern Europe, the Baltic states and the CIS. Transition Report 1998*, London.
- Eisenhardt, K. M. (1988.), Agency theory: an assesment and review, *Academy of Management Review*, (1): 57–74
- Estrin, S., Gelb, A., Singh, I. (1995.), Shocks and adjustment by firms in transition: a comparative study, Orlando, *Journal of Comparative Economics*, vol. 21 (2): 131–153.
- Filatovchev, I., Buck, T., Wright, M. (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, pp.: 64–68.
- Franičević, V. (1997.), Politička ekonomija neslužbenog gospodarstva – država i regulacija, Zagreb, *Financijska praksa*, vol. 21 (1–2): 295–314.
- Frydman, R., Gray, C. W., Rapaczynski, A. (eds.) (1996.), *Corporate governance in Central Europe and Russia, Vol. 1.: Banks, funds and foreign investors*, CEU Press, Budapest, London, New York.
- Frydman, R., Gray, C. W., Rapaczynski, A. (eds.) (1996.), *Corporate governance in Central Europe and Russia, Vol. 2.: Insiders and the state*, CEU Press, Budapest, London, New York.

- Frydman, R., Hessel, M., Rapaczynski, A. (1998.), *Why ownership matters? Entrepreneurship and the restructuring of enterprises in Central Europe*, 36 p. (Internet).
- Frydman, R., Pistor, K., Rapaczynski, A. (1996.), Investing in insider-dominated firms: a study of Russian voucher privatization funds, u: R. Frydman, Gray, C. W., Rapaczynski, A. (eds.), *Corporate governance in Central Europe and Russia, Vol. 1.: Banks, funds and foreign investors*, CEU Press, Budapest, London, New York.
- Frydman R., Rapaczynski, A. (1994.), *Privatization in Eastern Europe: is the state withering away?*, CEU Press, Budapest, London, New York.
- Frydman R, Rapaczynski, A., Earle, J. S. et al. (1993.), *The Privatization process in Central Europe*, CEU Press, Budapest, London, New York.
- Frydman, R., Rapaczynski, A., Earle, J. S. 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
- Gorriz, C. G., Fumas, V. S. (1996.), Ownership and governance among large Spanish corporations, Wiesbaden, *Zeitschrift fuer Betriebswirtschaft*, 1996 (3): 65–78.
- Gregory, H. J. (1999.), *Overview of corporate governance guidelines & codes of best practice in developing & emerging markets*, Gotshal & Manges LLP (Internet).
- Gruenbichler, A., Oertmann, P. (1996.), Corporate governance: Schweizer Erfahrungen, Wiesbaden, *Zeitschrift fuer Betriebswirtschaft*, 1996 (3):29–50.
- Gurkov, I., Asselbergs, G. (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.
- Hashi, I. (1999), The national investment fund programme in Poland. Mass privatisation with a difference, u: *Enterprise in transition. Third international conference – proceedings*, Ekonomski fakultet, Split, str. 175–179.
- Havrylyshyn, O., McGettigan, D. (1999.), Privatization in transition countries: lessons of the first decade, IMF, *Economic Issues*, No. 18/August.
- Hill, S. (1995.), The social organization of boards of directors, London, *The British Journal of Sociology*, vol. 46 (2): 245–278.
- Ireland, P. (1996.), Corporate governance, stakeholding, and the company: towards a less degenerate capitalism?, Oxford, *Journal of Law and Society*, vol 23, No. 3: 287–320.
- Jenkins, G., Poole, M. (eds.) (1990.), *New forms of ownership. Management and employment*, Routledge, London and New York.

- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976.), Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 1976 (3): 306–360.
- Jermakowicz, W. W. (1996.), Models of mass privatization, u: Blaszczyk, B., R. Woodward, *Privatization in post-communist countries*, Vol. II., CASE, Warsaw, 1996., str. 7–36
- Kalogjera, D. (1993.), Privatizacija u stabilizaciji i razvoju hrvatskog gospodarstva, Zagreb, *Društvena istraživanja*, vol. 2, 1993 (1): 3–30.
- 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.
- Koster, W. C., Luehrman, T. A. (1995.), Rehabilitating the leveraged buyout, Boston, *Harvard Business Review*, vol. 73 (3): 119–131.
- Krištofić, B. (1997.), Manageri i modernitet, u: Golub, B., Krištofić, B., Čengić, D., *Znanstvene i privredne elite*, Institut za društvena istraživanja u Zagrebu, Zagreb, str. 41–66.
- Krištofić, B. (2000.), Menadžeri i uspješnost poslovanja poduzeća: skica mogućih istraživačkih problema, u: Prpić, K. (ur.), *U potrazi za akterima znanstvenog i tehnološkog razvoja*, Institut za društvena istraživanja u Zagrebu, Zagreb, str. 233–253.
- Ledić, D. (1996.), Organi dioničkog društva, Zagreb, *Slobodno poduzetništvo*, vol. 3, No. 10–11, str. 288–303.
- Lieberman, I. W. (1995), The privatisation in Central and Eastern Europe and the former Soviet Union: a comparative analysis, u: *OECD, 1995*, str. 13–38.
- 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.
- Mayer, C. (2000.), *Ownership matters*. Inaugural lecture of the Leo Goldschmidt Chair in corporate governance at the Université Libre de Bruxelles, 10 february 2000 (Internet).
- McCahery, J, Picciotto, S., Scott, C. (1994.), *Corporate control and accountability*, Clarendon Press, Oxford, New York.
- Michaels, D. (1996.), Strange bedfellows: the Polish state is an unpredictable shareholder, Brussels, *Central European Economic Review*, vol. 4 (8): 17
- Milanović, B. (1991.), Privatization in post-communist societies, London, *Communist Economies & Economic Transformation*, vol. 3, No. 1, pp. 5–40.
- Miller, K. (1995.), Hostile take-overs are back. Here's how to avoid one, *Fortune*, vol. 132 (2), July 1995.
- Mirow, M., Aschenbach, M., Liebig, O. (1996.), Governance structures im Konzern. Ein systemtheoretischer Beitrag zur Reduktion von Komplexität in multinationalen Konzernen, Wiesbaden, *Zeitschrift fuer Betriebswirtschaft*, 1996 (3): 125–144.

- Mladek, J. (1995.), Voucher privatisation in the Czech Republic and Slovakia, u: *OECD, 1995*, str. 61–86.
- Moore, J. (1992.), British privatization – taking capitalism to the people, Boston, *Harvard Business Review*, vol. 70 (1): 115–124.
- North, D. (1990.), *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Nunnenkamp, P. (1995.), The German model of corporate governance, The Kiel Institute of World Economics, *Kiel Working Paper No. 713*, Kiel, Novembar 1995.
- OECD (1995.), *Mass privatisation. An initial assessment*, Paris.
- O’Neal, D., Thomas, H. (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.
- Ostović, D. (1999.), Privatizacijski investicijski fondovi i problemi korporacijskog upravljanja, u: Čengić, D.; Rogić, I., *Privatizacija i javnost*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb 1999., str. 255–300.
- Ostović, D., Ljubunčić, S. (1998.), *Rezultati kuponske privatizacije u Republici Hrvatskoj*, Zagreb, Privatizacija – posebna naklada.
- 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.
- Peev, E., Hare, P. (1995), Corporatization and control in a transition economy, Muenchen, *Economic Systems*, vol. 19, No. 4, pp. 265–283.
- Porta, R. La, Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1998.), *Corporate ownership around the world*, Harvard University (Internet, ECGN).
- Pound, J. (1992.), Beyond take-overs: politics comes to corporate 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.
- Purju, A. (1995.), Voucher privatisation in Estonia, London, *Communist Economies & Economic Transformation*, vol. 7, No. 3, pp. 385–408.
- Robbie, K., Wright, M. (1995.), Managerial and ownership succession and corporate restructuring: the case of management buy-ins, Oxford, *Journal of Management Studies*, vol. 32 (4): 527–550
- Rogić, I. (1999.), (De)konstrukcija modela javne komunikacije o hrvatskoj privatizaciji, u: Čengić, D., I. Rogić (ur.), *Privatizacija i javnost*. Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb, str. 47–86.
- Rogić, I., Zeman, Z. (1988.), *Privatizacija i modernizacija*. Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb.



- Swedberg, R. (1991.), Major traditions of economic sociology, *Annual Review of Sociology*, 17: 251–76.
- Salmon, W. J. (1993.), Crisis prevention: how to gear up your board?, Boston, *Harvard Business Review*, vol. 71 (1): 68–75.
- Shleifer, A., Vasiliev, D. (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.
- Skupina autora (1992.), *Macroeconomic policy reform and private enterprise in Central and Eastern Europe*, IRMO, Zagreb.
- Skupina autora (1998.), *Privatizacija u očima hrvatske javnosti. Istraživačko izvješće*, Hrvatski centar strategijskih istraživanja, Zagreb.
- Stark, D. (1998.), Recombinant property in East European capitalism, u: M. Callon (ed.), *The laws of markets*, Blackwell Publishers/The Sociological Review, Oxford, str. 116–147.
- Štulhofer, A. (1997.), Politička ekonomija neslužbenog gospodarstva – sociokulturna dimenzija i porezna evazija, Zagreb, *Financijska praksa*, vol. 21, 1997 (1–2), str. 277–294.
- Štulhofer, A. (1999.), Proces privatizacije u Hrvatskoj i hrvatska javnost 1996–1998.: povratak u budućnost?, u: *Privatizacija i javnost*. Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb, str. 87–114.
- Štulhofer, A. (1998.), Sociokulturni kapital i gospodarska tranzicija, u: Rogić, I., Z. Zeman, *Privatizacija i modernizacija*. Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb.
- Tainio, R., Virtanen, K. (1996.), Governance structures in Finnish corporations, Wiesbaden, *Zeitschrift fuer Betriebswirtschaft*, 1996 (3): 51–64.
- Thompson, S., Wright, M., Robbie, K. (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.
- Uvalić, M. (1999.), The role of investments fund in privatisation of transition economies, u: *Enterprise in transition. Third international conference – proceedings*, Ekonomski fakultet, Split, str. 234–240.
- Winiński, J. (1995.), Polish mass privatisation programme: the unloved child in a suspect family, u: *OECD, 1995*, str. 47–60.
- Wisman, J. D. (ed.) (1991.), *Radničko dioničarstvo*, Institut za javne financije, Zagreb.
- Wright, M., Thompson, S., Chiplin, B., Robbie, K. (1991.), *Buy-ins and buy-outs: new strategies in corporate management*, Graham & Trotman, London.
- Županov, J. (1995.), *Poslije potopa*, Nakladni zavod Globus, Zagreb 1995.



---

## BILJEŠKA O AUTORU



Dr. **Drago Čengić** (1956.). Radi u Institutu društvenih znanosti Ivo Pilar u Zagrebu. Bavi se sociologijom organizacije, ekonomskog ponašanja, poduzetništva i menadžmenta. Djeluje kao suradnik-predavač u područjima sociologije organizacije, organizacijskog ponašanja i poslovnog komuniciranja. Samostalno je objavio knjigu *Menadžeri i privatizacija* (1995.) te još nekoliko knjiga u koautorskoj ulozi. Objavio je brojne istraživačke studije, znanstvene i stručne radove u domaćim i inozemnim izdanjima iz područja sociologije tehnologije, organizacije, menadžmenta i privatizacije. Zadnjih godina sustavnije je istraživao probleme korporacijskog upravljanja u postsocijalističkim zemljama.

---

Biblioteka STUDIJE, knjiga 4.

**VLASNICI, MENADŽERI I  
KONTROLA PODUZEĆA**

*Autor:*

Drago Čengić

*Recenzenti:*

Ivan Rogić

Josip Županov

*Nakladnik:*

Institut društvenih znanosti Ivo Pilar u suradnji s  
Hrvatskom sveučilišnom nakladom, Zagreb

*Lektura:*

Mirna Murati

*Korektura:*

Anka Mišetić

*Grafički i tehnički urednik & korice:*

Zlatko Rebernjak

*Kompjutorska priprema:*

TERCIJA, Zagreb

*Tisak:*

M.A.K.-GOLDEN, Zagreb

*Naklada:*

500 primjeraka