
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.¹

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?²

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.³

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-

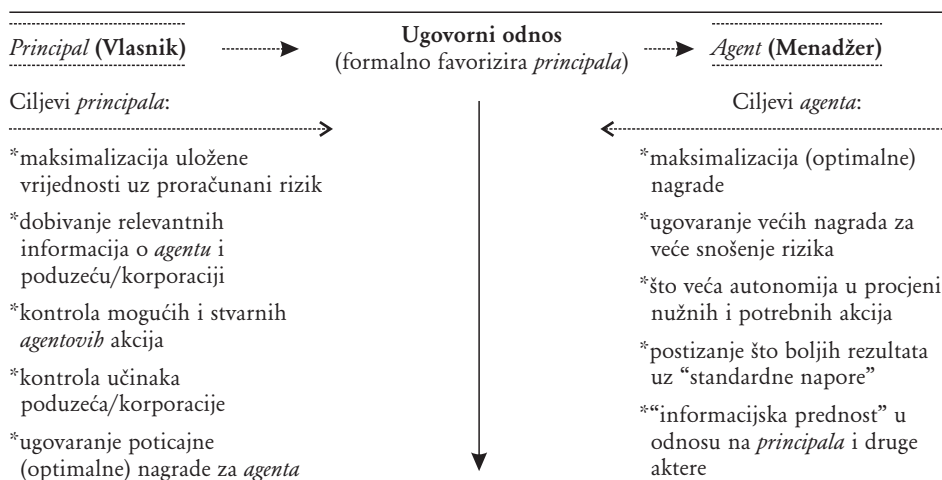
nom već uspostavi odnos između *agenta* i *principala*, obje su strane zainteresirane za maksimiranje vrijednosti određene koristi, odnosno prilike. Funkcija *principalove* korisnosti "P" ovisi o rezultatu "X" određene akcije koju je izabrao *agent*. *Principal* najlakše uočava rezultat "X", ali često 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.⁴ Pretpostavimo li da rezultat "X" predstavlja neki prihod, *principalova* netoprimalnja 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.).

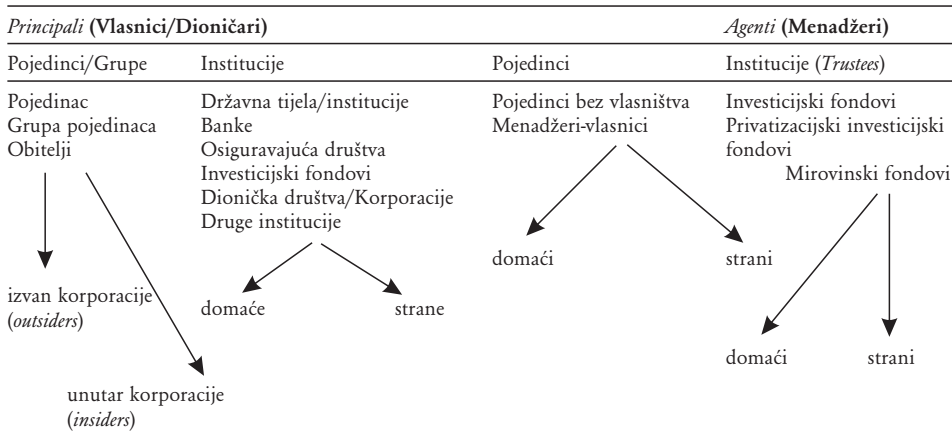
Kontrola institucionalnih investitora. U četvrtoj fazi došlo je do odvajanja ulagača čak i od dioničarskog papira. To je slučaj “institucionalnih investitora” kao što su osiguravajuća društva (u manjoj mjeri), mirovinski i investicijski fondovi (u većoj mjeri). Mirovinski i investicijski fondovi imaju 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.⁵

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.⁶

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

Tip kontrole	Koncentracija dioničarskog kapitala
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.⁷ 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	↓	29	↓	9	23	↓
20-25	42	↓	70	↓	↓	↓
15-20	↓	↓	↓	5	↓	↓
10-15	↓	10	↓	↓	↓	↓
5-10	↓	29	25	32	12	↓
<5	2	23	↓	52	↓	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.).⁸ 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.⁹ 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.¹⁰ 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.¹¹

<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.*¹²

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 suodnosa 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 osobnu 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).¹³

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.¹⁴

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”).¹⁵

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.¹⁶ 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	Dobrovoljno restrukturiranje *doobar menadžment motiviran za poboljšanje učinka *unutrašnje upravljanje i pritisci, jasni i stabilni signali iz okoline *relativno spor proces (primjer: obrtnik, privatni poduzetnik)	Menadžersko nasljeđivanje *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

¹ 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-upravljačke 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.).

- ² 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.).
- ³ 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.

⁴ 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 postosocijalističkih zemalja.) Da je odgovor na ovo pitanje potvrđan, ne bi li onda u zapadnim zemljama većina korporacija nakon nekog vremena bila i vlasnički u rukama njihovih menadžera! Zapravo, u pozadini je nekoliko zapreka toj ideji: a) stopostotno menadžersko vlasništvo prebacuje ukupni rizik poslovanja samo na menadžera kao vlasnika, b) moguće prikupljanje kapitala radi novih investicija izdavanjem novih dionica opet narušava vlasnički monopol agenta, c) u dvostrukoj ulozi menadžera i vlasnika pojedinac nema nikoga sa strane u ulozi (strateškog) "poslovnog ispravljača" i savjetodavca, d) kako su menadžeri-vlasnici obično bogati ljudi, to može smanjiti njihov interes za daljnju maksimalizaciju tržišne vrijednosti njihovih poduzeća (usp. i: 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.

⁵ 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.).

⁶ "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 priskrbuju 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.).

- ⁷ 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.
- ⁸ 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.
- ⁹ 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.*
- ¹⁰ 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.

- ¹¹ 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.
- ¹² 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).

- ¹³ 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 uložnih (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.
- ¹⁴ 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.
- ¹⁵ 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.).
- ¹⁶ 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.