
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 produbljene 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.¹

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?²

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 predstavnika 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.³ 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.⁴

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>Varijable</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

- ¹ 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.).
- ² 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!
- ³ 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.).

⁴ 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 prijebaja, 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.