

---

## SAŽETAK



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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