
Nevenka
ČUČKOVIĆ

UTJECAJ
POSTPRIVATIZACIJSKE
VLASNIČKE STRUKTURE
NA KVALITETU
KORPORACIJSKOG
UPRAVLJANJA U
HRVATSKOJ

U ovom radu analizirat će se učinci modela privatizacije na formiranje dominantne postprivatizacijske vlasničke strukture u Hrvatskoj te razmatrati kakav je utjecaj tako formirane vlasničke strukture na kvalitetu korporacijskog upravljanja privatiziranih poduzeća.

Polazna je pretpostavka da različiti oblici privatiziranog vlasništva različito djeluju na mehanizme korporacijskog upravljanja poduzeća (npr. disperzirano dioničarstvo, koncentrirani većinski udjeli, investicijski fondovi, banke, dominantni inozemni vlasnik, menadžeri i zaposleni kao dominantni vlasnici itd.). Među privatiziranim poduzećima u tranzicijskim zemljama postoje značajne razlike u uspješnosti, koje su u velikoj mjeri korelirane s postprivatizacijskom strukturom novih dominantnih vlasnika poduzeća, ali i s izgrađenosti institucionalnog okružja koje im omogućuje mehanizme nadzora upravljanja vlasništvom. Njihov utjecaj (izravan i neizravan) na menadžment poduzeća reflektira se i na vođenje poslovne politike, a time i na brigu menadžmenta o efikasnosti poduzeća. Empirijski uvidi u funkcioniranje i uspješnost privatiziranih poduzeća, ne samo u tranzicijskim zemljama već i u razvijenim industrijskim gospodarstvima, na uzorcima od nekoliko tisuća poduzeća, pokazuju kako određena vrsta vlasništva značajno utječe na način njihova upravljanja i ukupnu uspješnost poduzeća na tržištu (Frydman et al., 1998.; Megginson et al., 1994.; Hansmann, 1996.; Pohl et al., 1998.). Većina je ovih empirijskih istraživanja proistekla iz proučavanja učinaka privatizacijskog procesa.

Prema tome rad analizira s jedne strane dominantnu strukturu nastalog privatiziranog vlasništva u Hrvatskoj (zaposleni, menadžeri, HFP, mirovinski fondovi, PIF-ovi, vanjski investitori), a s druge razmatra njihov utjecaj na restrukturiranje poduzeća te mehanizme vlasničke kontrole i legislativni okvir za korporacijsko upravljanje. Također se razmatra na koji način je oblik vlasničke strukture i kvaliteta korporacijskog upravljanja utjecala na razinu efikasno-

sti poduzeća, proces tržišnog restrukturiranja i ukupno poslovanje poduzeća na tržištu s obzirom na tipologiju vlasništva. Naposljetku, pokušat ćemo utvrditi kakva je bila uloga institucija monitoringa i tržišta kapitala u razvoju nove upravljačke elite privatiziranih poduzeća te elaborirati specifičnosti dominantnog hrvatskog uzorka postprivatizacijskog korporacijskog upravljanja u odnosu na druge tranzicijske zemlje.

Osim toga, navest ćemo i neke od mjera koje bi omogućile pozitivniji učinak (mogućega) budućega procesa privatizacije na kvalitetu i kulturu korporacijskog upravljanja u Hrvatskoj. Iz te perspektive razvoj tržišta kapitala nameće se kao jedan od bitnih čimbenika u daljnjoj evoluciji i redizajnu inicijalne postprivatizacijske vlasničke strukture.

KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE PRIVATIZIRANIM PODUZEĆIMA: OGLEDALO USPJEHA PRIVATIZACIJSKIH PROJEKATA U TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA

Upravljanje privatiziranim poduzećima već je čitavo desetljeće u središtu pozornosti politike ekonomskog rasta tranzicijskih zemalja. Pod korporacijskim upravljanjem u ovom radu, kao i u većini sličnih istraživanja tržišnoga uspjeha privatiziranih poduzeća (Bornstein, 2000., 2), podrazumijevamo upravljanje ključnim poslovnim politikama poduzeća, kao što su politika proizvodnje, investicija, raspolaganja ostvarenom dobiti, zapošljavanja i slično, kao i selekciju, sustav motiviranja i vlasnički nadzor rukovodeće strukture poduzeća (*top management*) koji su zaduženi za provođenje ovih politika.

Krunski argument privatizacijskog procesa u tranzicijskim zemljama jest da privatno-vlasnički gospodarski sustav u značajnoj mjeri pridonosi podizanju razine poslovne efikasnosti poduzeća na tržištu. Cilj privatizacijskoga procesa nije samo promjena vlasništva nego prateća promjena sustava tržišnih poticaja za korporacijsko upravljanje, promjena ponašanja uprave prema ostvarivanju poslovnih ciljeva poduzeća i posljedično povećanje efikasnosti poduzeća (Hashi, 1999., 90). Analitičari u tom kontekstu osobito naglašuju važnost razvijenosti institucionalnog okružja koje regulira i definira transparentne mehanizme aktivnog utjecaja vlasnika na upravljanje poduzećima. U središtu institucionalnog uređenja tržišta (kako razvijenih tako i tranzicijskih) svakako jest *zaštita prava vlasništva i ugovornog odnosa ekonomskih aktera na tržištu*¹ te, općenito, *izgradnja povjerenja u ostale institucije tržišta* putem efikasnog bankarskog nadzora, financijske regulative, propisa tržišne konkurencije, odredbi o preuzimanju i spajanju ili osnivanju

poduzeća, stečajnih propisa, provođenje zakona i efikasna sudska zaštita i sl. Velik broj empirijskih istraživanja koja su nastala tijekom devedesetih godina potvrđuju tezu da tranzicijske zemlje sa slabije razvijenim tržišnim institucijama imaju veće transakcijske troškove (North, 1997.), i zbog toga rastu mnogo sporije, imaju velike zone sive ekonomije, imaju visoku razinu javne potrošnje, nemaju zadovoljavajuću razinu štednje i investicija i zbog toga ostvaruju niže razine životnog standarda svojih građana (Brunetti et al., 1997.).

Za razvoj kvalitetnog i efikasnog korporacijskog upravljanja privatiziranim je poduzećima, uz jasno definiranu vlasničku strukturu, potrebno postojanje dobro *razvijenih uvjeta tržišne konkurencije*, osobito na području faktorskih tržišta (rada, tehnologije i kapitala) i *čvrste tržišne regulativno-institucionalne strukture*, koju primarno obilježava vladavina prava a ne ljudi (*rule of law*). Naime, u institucionalnom okružju koje podupire konkurenciju i poduzetništvo, privatizacija donosi očekivane koristi, dok tamo gdje ne postoji takvo institucionalno okružje, vidljivi efekti u u sferi korporacijskog upravljanja i restrukturiranja poduzeća izostaju (Nellis, 1999., 4).

Izbor metoda i načina privatizacije u tranzicijskim zemljama u značajnoj je mjeri odredio ne samo vrstu novih vlasnika (vanjski, unutarnji)² već i način njihove kontrole nad privatiziranim poduzećem te također upravljačke mehanizme i vjerojatnost opsežnog restrukturiranja takvog poduzeća (Aghion i Blanchard, 1998.; Frydman et al., 1999.). Empirijski podaci ukazuju na *različite preferencije* novih vlasnika, koje značajno utječu na vođenje poslovne politike privatiziranih poduzeća te poticanje i discipliniranje njihovih uprava. U tom pogledu nije, naravno, isto ako su poslije privatizacije poduzeće preuzeli zaposleni, menadžeri unutar poduzeća, ulagatelji izvan poduzeća (osobito strani), privatni investicijski ili pak državni fondovi (mirovinski, zdravstveni). O njihovoj motivaciji, sredstvima i znanju da utječu na tijek poslovnih promjena u velikoj je mjeri ovisio budući uspjeh ili pak krah privatiziranog poduzeća na tržištu.

Ipak, unatoč tome što je ova pretpostavka bila poznata još u doba započinjanja velikih privatizacijskih projekata u postsocijalističkim zemljama Srednje i Istočne Europe, svaka od ovih zemalja morala je pri izboru dominantne metode privatizacije voditi računa o specifičnim naslijeđenim inicijalnim gospodarskim, političkim, povijesnim i kulturološkim uvjetima. Taj specifični *path dependancy*, koji je vrsno elaborirao nobelovac North (1990.), u značajnoj je mjeri određivao i izbor privatizacijske politike (Earle i

Estrin, 1996., 1-62). Tako su, primjerice, zemlje u kojima su radnici u bivšem sustavu imali značajnu ulogu u upravljanju i stvaranju kapitala poduzeća (npr. Slovenija, Hrvatska, Makedonija, Poljska, Rusija) morale respektirati tu činjenicu, pa su u privatizacijskim procedurama davale povoljnije uvjete zaposlenima i prije zaposlenima, zbog čega su ovi u naglašenijoj mjeri participirali u vlasničkoj strukturi privatiziranih poduzeća negoli u ostalim postsocijalističkim zemljama.³ Radničko i menadžersko dioničarstvo kao dominantna vrsta unutrašnjeg (*insiderskog*) oblika vlasništva postao je zbog toga specifičan izraz “narodnog kapitalizma”, odnosno stvaranja široke vlasničke baze novog tržišnog sustava u ovim zemljama. U uvjetima nedostatka kapitala (domaćeg i inozemnog) davanje prednosti zaposlenima često je bio i jedini način da se ta poduzeća privatiziraju, a kreatori politike privatizacije nadali su se da će sekundarna tržišta dionica kasnije korigirati sve nesavršenosti takve inicijalne postprivatizacijske vlasničke strukture koja će kasnije evoluirati prema tržišno efikasnijim oblicima vlasništva (Frydman et al., 1999., 1158). Naime, loša alternativa tome jest zadržavanje poduzeća u državnom vlasništvu i odgađanje privatizacije, a u pravilu (kako pokazuju brojna, ali i hrvatska tranzicijska iskustva) to se pokazuje ekonomski neproduktivnim budući da vrijednost takvih poduzeća značajno erodira zbog lošeg upravljanja.

Dodatna mogućnost za stvaranje širokog sloja novih privatnih vlasnika u uvjetima nedostatka kapitala za otkup državnog vlasništva bila je besplatna podjela dionica stanovništvu, odnosno masovna privatizacija putem vaučera. Različita iskustva tranzicijskih zemalja pokazuju kako su poduzeća privatizirana kroz metode masovne privatizacije – zbog slabo razvijenoga financijskog tržišta i većinom pasivne uloge privatizacijskih investicijskih fondova (PIF) u njihovu upravljanju i restrukturiranju⁴ (a tamo gdje nisu posredovali PIF-ovi i zbog inicijalne disperziranosti tako nastale nove vlasničke strukture) – imala redovito više početnih teškoća u ostvarivanju efikasnog upravljanja, osobito u usporedbi s poduzećima s koncentriranom vlasničkom strukturom u kojima su dominantne udjele stekli strani ulagatelji, gdje su ti mehanizmi mnogo izravniji. Mnogi analitičari pokazuju kako je to bila posljedica nemogućnosti da se sa sigurnošću predvidi na koji će način očekivani mehanizmi korporacijskog upravljanja s dominantnim institucionalnim investitorima (PIF-ovima) funkcionirati u praksi u različitim institucionalnim okruženjima koja su tek u nastajanju i koja uglavnom stvaraju specifične hibridne anglosaske i njemačke regulativne uzorke (Cofee, 1996., 4; Hashi, 1999., 91; Čengić, 1998., 129-163).

Iz empirijskih istraživanja bogatih tranzicijskih iskustava (Frydman et al., 1999.; Landesmann, 2000.) uočljiva je značajna razlika i svojevrsna polarizacija u načinu postprivatizacijskog upravljanja i utvrđivanju prioritetnih poslovnih ciljeva u unutarnjih i vanjskih vlasnika. Tako poduzeća u kojima je dominantna postprivatizacijska struktura ona sastavljena od unutrašnjih korporacijskih vlasnika ili tzv. *insidersa* (zaposlenih i starog menadžmenta), često poduzimaju samo *površinska* i tzv. *obrambena restrukturiranja* kako bi opstala na tržištu, odnosno provode tzv. "strategiju preživljavanja" (poput traženja novih tržišta za stare proizvode kako bi zadržali isti opseg zaposlenosti). Zbog toga sama privatizacija nema značajniji učinak na tržišni uspjeh takvih poduzeća (Frydman et al., 1999., 1154). Većinski unutrašnji vlasnici vrlo se rijetko odlučuju za dramatično rezanje troškova kroz smanjivanje i reorientaciju proizvodnje i pad zaposlenosti, a kamoli za *dubinsko* i *proaktivno tržišno restrukturiranje* kroz novi menadžment, razvoj novih proizvoda, nove investicije, porast izvoza i ukupne prodaje, inovativnu reorganizaciju poduzeća, novu poslovnu strategiju i slično (Landesmann, 1998.). Takvi odlučni restrukturacijski zahvati mnogo su karakterističniji za poduzeća koja su dobila privatne vlasnike izvan poduzeća zainteresiranije za odlučnije rezove usmjerene prema podizanju profitabilnosti i dugoročniji uspjeh poduzeća na tržištu, a to su redovito ona u dominantnom stranom vlasništvu.

Iza njih slijede poduzeća koja su u tijeku privatizacije kupili domaći vlasnici izvan poduzeća, međutim sa slabijim rezultatima, jer su uglavnom bili opterećeni visokom razinom otplate kupljenog poduzeća, zbog čega često nisu imali dovoljno sredstava da bi poduzimali opsežnije restrukturiranje poduzeća uvođenjem suvremenije tehnologije i konkurentnije proizvodne strukture (Bornstein, 2000., 3).

Brojna empirijska istraživanja⁵ upućuju na zaključak o većoj uspješnosti, a katkad i tržišnoj superiornosti privatiziranih poduzeća čiji je dominantni vlasnik strateški strani investitor. To se često pripisuje upravo načinu upravljanja takvim poduzećima (Aghion i Blanchard, 1998.). Najčešći je slučaj da su strani ulagatelji preuzeli potpunu kontrolu nad upravljanjem takvim poduzećima, iako vrlo često nisu imali vlasništvo nad cijelim poduzećem. Strateški ulagatelj često donosi najveće inovacije u unapređivanju upravljanja poduzećem, uvodi novu kulturu korporacijskog ponašanja, nove poslovne i etičke norme, financijsku disciplinu i slično. Međutim najveći je napredak u preciznijem definiranju poslovne politike i vizije politike restrukturiranja, s vrlo jasnim idejama i planovima o

budućim investicijama, zapošljavanju, prodaji, izvozu, profitabilnosti i produktivnosti. U ovom slučaju najilustrativnije je iskustvo Mađarske, gdje su takva poduzeća najkonkurentnija i već sudjeluju s gotovo 80% u ukupnom mađarskom izvozu (Elteto, 1999.).

Kada procjenjujemo ukupne tržišne pomake u privatiziranim poduzećima u kojima je dominantni vlasnik strani strateški investitor, kakvih je u Hrvatskoj iznimno malo, ne treba zaboraviti i vrlo važan efekt prelijevanja (*spillover effect*), odnosno pozitivan utjecaj takvih poduzeća i njihovih standarda poslovanja na poslovanje ostalih poduzeća na tome tržištu. To je osobito važno za male zemlje poput Hrvatske, s neizgrađenom intitucionalnom tržišnom strukturom i slabo zaživjelim suvremenim normama korporacijskog ponašanja (financijska disciplina, transparentnost poslovanja prema javnosti i slično), koje uključuju i visokorazvijenu poslovnu etiku i nepisane uzuse poslovne kulture.

POSTPRIVATIZACIJSKA VLASNIČKA STRUKTURA PODUZEĆA U HRVATSKOJ I NOVA UPRAVLJAČKA ELITA

Kakvu je dominantnu vlasničku strukturu sektora poduzeća i upravljačku elitu stvorio proces privatizacije u Hrvatskoj i kakve su njezine specifičnosti? Kakva je bila njihova stručnost, motivacija, etičnost i razina odgovornosti za kvalitetno upravljanje privatiziranim poduzećima i na koji su način, i jesu li uopće, novi privatni vlasnici mogli na njih utjecati? Kao i u drugim tranzicijskim zemljama, postprivatizacijska vlasnička struktura koja je nastala u Hrvatskoj u značajnoj mjeri određuje kvalitetu upravljanja takvim poduzećima. Različiti dominantni oblici tako nastale vlasničke strukture (npr. zaposleni, menadžeri, vanjski investitori, investicijski fondovi, PIF-ovi, banke, HFP, mirovinski fond itd.) imaju na raspolaganju *različite vrste poticaja i pritisaka* za realizaciju svojih poslovnih ciljeva te *nadzora uspjeha* menadžmenta poduzeća, i tu postoji dosta hrvatskih specifičnosti. Ipak, kada se uspoređujemo s najnaprednijim tranzicijskim zemljama, nažalost može se konstatirati da hrvatsko postprivatizacijsko korporacijsko iskustvo u posljednjih 10 godina nije stvorilo prepoznatljiv pozitivan uzorak korporacijskog upravljanja⁶, već je ono u značajnoj mjeri zrcalilo sve manjkavosti provedbe odabranog privatizacijskog modela.

Temeljna prepreka koja postoji u preciznijem analiziranju nastale postprivatizacijske vlasničke strukture poduzeća jest nedostatak specifičnih javno dostupnih statističkih podataka o evoluciji te strukture. Sumarni agregatni prikaz

desetogodišnje privatizacijske bilance prema službenim podacima nalazi se u tablici 1. i 2., međutim u kasnijoj će se elaboraciji vidjeti da se iz njega ne može iščitati stvarna, nego samo nominalna vlasnička struktura privatiziranog portfelja, koja u mnogome proturječi realnosti.⁷

Okončan postupak	Broj društava	Temeljni kapital (milijuna kuna)	Privatizacija (milijuna kuna)	Udjela u temeljnom kapitalu (%)
	2.717	91.796	78.673	85,70
Mali dioničari			33.346	36,30
Ostali dioničari po javnom natječaju			1.170	1,20
Prijenos MIOR-u			14.813	16,13
Dodatno prodano			2.514	2,70
Prijenos po raznim osnovama:			12.286	13,78
• Besplatna podjela dionica invalidima domovinskog rata i obiteljima poginulih branitelja			1.272	
• Izvođačima radova u obnovi			2.385	
• Za sanaciju gospodarstva			6.570	
• Za podmirivanje dugova zdravstva			67	
• Ostalo			1.992	
Kuponska privatizacija			14.544	15,84
Uvećanja portfelja po raskidima ugovora			10.380	11,30
Portfelj u stečaju			7.160	7,79
Portfelj po knjigovodstvenoj vrijednosti			5.351	5,82

Izvor: Izvješće HFP-a vladi RH, 1999.

Prije analize navedene službene rezultante desetogodišnjeg privatizacijskog projekta u Hrvatskoj i osnovnih obilježja tako formirane vlasničke strukture možda je potrebno podsjetiti na temeljne odrednice privatizacijske politike tijekom devedesetih i na koje je kategorije budućih vlasnika ona ciljala. Ta je politika u tom pogledu obilovala značajnim kontradikcijama⁸ koje su proizlazile iz divergentnih i katkad nepomirljivih ciljeva privatizacije,⁹ što se po-

Tablica 1.
 Stanje portfelja HFP-a
 zaključno s 30. 9. 1999.

Tablica 2.
 Kretanje vrijednosti državnog
 portfelja, 1991.–2001.
 (u tisućama kn)

Siječanj 1992.	Prosinac 1998.	Svibanj 2000.	Lipanj 2000. (udruženi portfelj)	Studeni 2000.	Veljača 2001.
86.444,747	3.833,699	28.978,589	31.738,931	26.658,487	14.563,387

Izvor: Program i plan privatizacije državnog portfelja, HFP, veljača 2001., str. 2.

najbolje ogleda u tome tko je zauzeo dominantne pozicije u vlasničkoj strukturi nakon privatizacije. Kao što ćemo kasnije pokazati, dominantne su kategorije novih vlasnika privatiziranih poduzeća upravo nabujale na široko nereguliranom razmeđu (sivoj zoni) neizgrađenog institucionalnog okvira privatizacije i neprecizno definiranih skupina poželjnih vlasnika privatiziranih poduzeća.

Naime, iako se usvojeni privatizacijski model opredijelio za prodaju po načelu *slučaj-po-slučaj*, pa se moglo očekivati da će u otkupu većinskih udjela u poduzećima dominirati vanjski vlasnici s kapitalom, to se zbog više razloga nije ostvarilo (rat, visok politički rizik, visok institucionalni deficit itd.). Naprotiv, može se konstatirati da je zbog kontinuiranog omekšavanja uvjeta otkupa dionica zaposlenima i prije zaposlenima hrvatski koncept privatizacije, osobito u periodu 1991.–1996. godine, a i kasnije, više konvergirao podjeli negoli prodaji, iako je koncept ograničene podjele vlasništva inkorporiran u model tek novim zakonom iz 1996. godine (Čučković, 1998.). Naime, mali dioničari su nužno bili ciljana središnja vlasnička skupina hrvatskog modela privatizacije, pa su u prvo zakonsko rješenje ugrađeni povlašteni uvjeti prodaje sa supstancijalnim popustima koji su se kontinuirano povećavali s čestim korekcijama Zakona iz 1991. S obzirom na četrdesetogodišnje naslijeđe samoupravnog vlasničkog sustava, zakonodavac je težio osigurati masovnost participacije domaćeg stanovništva u procesu, a osobito radništva koje je najviše sudjelovalo u stvaranju bivšeg društvenoga kapitala. Time se modelu željela priskrbiti najšira javna potpora zbog uvažavanja načela socijalne pravednosti privatizacijskog modela. Empirijski podaci nažalost ne govore u prilog ostvarenju takve orijentacije, a brojni kasniji događaji demantiraju i iskrenost težnji zakonodavca i izvršne vlasti da se to ostvari.

Tko su onda pretežni vlasnici privatiziranih poduzeća i kako je formirana nova vlasnička elita u Hrvatskoj? Nove privatne elite vlasnika društvenih poduzeća prema kriteriju stjecanja najvećih vlasničkih udjela moguće je svrstati u nekoliko stiliziranih kategorija: a) uska privatna elita odnosno veliki dioničari (tzv. tajkuni); b) državni i paradržavni fondovi odnosno HFP i mirovinski fondovi; c)

menadžeri; d) mali dioničari; e) banke; f) privatizacijski investicijski fondovi (PIF); g) strani ulagatelji. Temeljna obilježja tako nastale vlasničke strukture koja ćemo nastojati elaborirati jesu sljedeća: relativno nizak udio malih dioničara, a trendom stalnog opadanja; polarizirana vlasnička struktura odnosno uzak sloj nove privatno-vlasničke elite s jedne, a s druge strane visok udio neprivatiziranog državnog portfelja; visok udio nekonsolidiranog ili osporavanog vlasništva, mali udio inozemnih ulagatelja u vlasničkoj strukturi te mali udio institucionalnih investitora, kao npr. privatizacijskih investicijskih fondova, te netransparentna i mimo financijskog tržišta vođena koncentracija inicijalne postprivatizacijske strukture.

Analizirajući strukturu vlasništva poduzeća koja je nastala procesom privatizacije, unatoč podatku iz tablice 1 da su mali dioničari (zaposleni i prije zaposleni) otkupili oko 36% nominalne vrijednosti portfelja koji je ušao u privatizaciju, možemo konstatirati da u Hrvatskoj nije prisutna široka disperziranost novih privatnih vlasnika (malih dioničara), čak niti u inicijalnoj postprivatizacijskoj fazi, odnosno prije procesa okrupnjivanja vlasničkih udjela. Naprotiv, empirijski uvidi¹⁰ u proces nastajanja nove vlasničke strukture govore u prilog tezi o stvaranju uskog sloja novih privatnih vlasnika u privatiziranim poduzećima, koji su stekli najveće vrijednosti privatiziranog kapitala. To pokazuje i nekoliko sljedećih službenih podataka. Oko 641.000 malih dioničara, koliko je inicijalno potpisalo ugovore o otplati, čini svega oko 14% ukupnog stanovništva.¹¹ Evoluciju broja dioničara tijekom 10 godina najbolje sumira podatak HFP-a iz studenoga 2000. godine, koji govori da je od toga potpuno otplaćeno svega 166.000 ugovora, a trenutačno je u otplati svega 96.041 ugovora, dok je samo tijekom posljednjih godina zbog neredovite otplate raskinuto 379.000 takvih ugovora.¹²

Projekt mini-vaučer privatizacije nastojao je značajno popraviti sliku o nezadovoljavajućoj participaciji stanovništva i niskoj socijalnoj pravednosti hrvatskoga koncepta privatizacije, te je pravo na besplatnu dodjelu dionica putem vaučera steklo još 227.882 posljednicama rata najugroženijih stanovnika. Međutim, pribroji li se čak i broj participanata u besplatnoj podjeli vlasništva, može se sa sigurnošću konstatirati da je ukupan udio stanovništva koji je sudjelovao u tom procesu relativno nizak, osobito u usporedbi s drugim tranzicijskim zemljama. Dakle od ambicioznog projekta s više od milijun malih dioničara (koji je osobito istican u doba usvajanja novog Zakona) u privatizaciji (1996.) – u stvarnosti – u najboljem slučaju, postoji svega oko tristotinjak tisuća malih dioničara.

Polarizacija najvećeg dijela postprivatizacijske vlasničke strukture na uski sloj nove privatne elite, s jedne strane, i zadržavanje značajnog udjela vlasništva u rukama države (HFP, HZMO, HZZO, DAB) stvorila je za vladavine HDZ-a dosta visok stupanj interesne koalicije (sprege) između političke i privatno-vlasničke elite u privatizacijskom procesu (tzv. tajkunskih poduzetničkih holdinga) te povoljan prostor za sve oblike rentijerskog ponašanja (*rent seeking*). U nedovoljno reguliranu i nezaštićenu vlasničkom prostoru koegzistirala je i relativno neutjecajna i raspršena kategorija malih dioničara privatiziranih poduzeća, koja je upravo zbog toga i postala “ugrožena” vlasnička vrsta, odnosno laka meta netransparentnih i neprijateljskih preuzimača i različitih insajderskih trgovanja njihovim udjelima, “torbarenja” i slično (Čučković, 1997.; Franičević, 1999.).

S ekonomskog bi aspekta postupna koncentracija vlasničkih udjela kroz transparentan otkup dionica putem financijskog tržišta i burzi svakako bila pozitivan proces, koji bi koristio svim sudionicima takvih transakcija. Međutim u Hrvatskoj to nije prethodilo stvaranju sloja dominantne privatno-vlasničke elite. Ona je do supstancijalnih ili dominantnih udjela u vlasništvu poduzeća u većini slučajeva došla bez kapitala, temeljem diskrecijske odluke moćne političke elite bivše vlasti, te putem netransparentnog i neregularnog (a često čak i kriminalnog) preuzimanja privatiziranih poduzeća.¹³

To je u Hrvatskoj bilo moguće budući da nisu postojala čvrsta regulativna i institucionalna ograničenja takvih spornih transakcija (podsjetimo da je, primjerice, Zakon o preuzimanju dioničkih društava usvojen tek 1997. godine),¹⁴ a niti efikasan mehanizam javne kontrole i sudske zaštite. On je bio iznimno važan budući da su se konačne odluke o tome što, kome i po kojoj cijeni prodati u velikom broju donosile arbitrarno i pod znatnim utjecajem političkih kriterija. U nereguliranu tržišnom okruženju s jedne strane, a s druge strane neomeđenu prostoru upletanja države i političke elite (Franičević, 1999.; Čučković, 1999.; Šonje i Vujčić, 2000., 14), privatizacijski je projekt stvorio povoljan prostor za djelovanje nove tajkunske privatno-vlasničke elite. Osim nekoliko časnih iznimaka, način i posljedice njihova upravljanja grupama privatiziranih poduzeća u njihovu većinsku vlasništvu daleko su od uspješnog, a nezakonite aktivnosti danas konačno dobivaju sudski epilog.

Na koji su način i jesu li uopće mali dioničari onda mogli značajnije utjecati na kvalitetu upravljanja privatiziranim poduzećima? Kao što pokazuju neka empirijska istraživanja (Čengić, 2000.a), njihovo je dosadašnje sudjelovanje

vanje u tijelima uprave poduzeća bilo marginalno, a tek se sada u novim legislativnim rješenjima razmišlja o obveznom uključivanju i malih dioničara i zaposlenika u nadzorne odbore dioničkih društava. Važan uzrok malog utjecaja dioničara na menadžment privatiziranih poduzeća, osobito onih s disperziranom dioničkom strukturom, jest i činjenica da se na Zagrebačkoj burzi intenzivnije trguje sa svega dvadesetak tvrtki, od čega su samo četiri tvrtke u prvoj kotaciji.¹⁵ To znači da ne postoji efikasan mehanizam pritiska putem kojeg bi promjena vlasnika dionica utjecala na izbor menadžmenta, kao što je to slučaj u anglosaskom korporacijskom tržišnom sustavu. Najpouzdaniju informaciju o zdravlju i vrijednosti pojedinog poduzeća ipak daje cijena dionice na burzi i ona signalizira realne parametre za donošenje racionalne odluke o vlasništvu, odnosno treba li u određenom času povećavati ili smanjivati dioničke portfelje.¹⁶ Osim toga, ako dionice poduzeća kotiraju na burzi, tada su vlasnicima dionica na redovitoj periodičnoj osnovi potpuno razvidni najvažniji podaci o poslovanju poduzeća.

Veoma važno obilježje postprivatizacijske vlasničke strukture u Hrvatskoj jest i činjenica da je i nakon deset godina privatizacijskog procesa rezidualni državni portfelj ostao razmjerno velik. Štoviše, zbog neuspjeha niza privatizacijskih projekata, on se koncem devedesetih počeo povećavati. Usporedimo li podatke iz tablice 1 s podacima o portfelju HFP-a iz svibnja 2000. godine, kada je učinjena prva temeljita inventura portfelja nakon smijene političke vlasti, onda se već površnim pogledom može ustanoviti da su podaci o rezidualnoj vrijednosti portfelja iz 1998. i 2000. godine u izrazito velikom nesrazmjeru. Naime, kako tijekom 1998. i 1999. dolazi do izrazite krize likvidnosti, koja je rezultirala stečajem niza lanaca privatiziranih poduzeća, osobito u sektoru trgovine (npr. Brodokomerc, Tisak, Nama, Diona), dolazi do povrata portfelja propalih poduzeća u vlasništvo Fonda, odnosno do renacionalizacije već privatiziranih portfelja (tablica 2).¹⁷ Takav razvoj događaja bio je moguć budući da su i veliki dioničari (tajkuni) prijašnjim vladinim odlukama dobili mogućnost otplate dionica na kredit, koji su naprosto prestali otplaćivati, a neotplaćeni portfelji vratili su se u državno vlasništvo. Tako je, primjerice, u svibnju 2000. godine portfelj HFP-a ponovno narastao na 33,5% nominalne vrijednosti inicijalnog portfelja.

No država se, kao supstancijalan vanjski vlasnik u strukturi poduzeća koja su ušla u privatizacijski proces, nije pokazala efikasnijom od novih privatnih vlasnika, što ukazuje na problem ponašanja države kao vlasnika i podu-

zetnika. Naprotiv, prema analizi portfelja HFP-a, odnosno rezidualnog udjela države u privatiziranim poduzećima, može se vidjeti da je država loše gospodarila svojim udjelima te bila *pasivan vlasnik*, čak i u onim poduzećima u kojima je imala većinsko vlasništvo, naime onima iznad 50% i u kojima je bila značajno zastupljena u upravnim i nadzornim tijelima (u 307 dioničkih društava HFP ima više od 50% vlasničkog udjela, a u njih 432 više od 25%). Od 1850 poduzeća iz udruženog rezidualnog portfelja države, njih 33% je prezaduženo, 46% insolventno, a 47% posluje s gubitkom (HFP, svibanj 2000.). To ne čudi, osobito kada se uzme u obzir dosadašnje marginalno sudjelovanje HFP-a u upravljanju i restrukturiranju poduzeća ili pak u nadzoru uprave takvih poduzeća. Dolaskom nove uprave HFP-a po prvi puta se postavlja pitanje odgovornosti uprava i nadzornih odbora takvih poduzeća.

To samo govori o klasičnom nedostatku pravih poticaja (nagrada i sankcija) kod državnih poduzeća kada je u pitanju ostvarenje utjecaja vlasnika na upravljanje poduzećima, kao i različite funkcije cilja od profitabilnosti poduzeća¹⁸ (Vickers and Yarrow, 1988.), a to je bio i jedan od krunskih razloga započinjanja procesa njihove privatizacije.

U Hrvatskoj, zbog malog opsega vaučerske (*voucher*) privatizacije, privatizacijski investicijski fondovi (PIF-ovi) ne igraju značajniju ulogu u ukupnoj postprivatizacijskoj vlasničkoj strukturi. Kuponska je privatizacija dovršena tek potkraj 1998. godine i u njoj je sudjelovalo oko 228.000 vlasnika vaučera i 471 poduzeće. Na taj način je privatiziran portfelj ukupne vrijednosti 3.657.960,495 kuna,¹⁹ a više od 90% vrijednosti portfelja završilo je u rukama 7 PIF-ova (Dom, Expandia, Pleter, Slavonski privatizacijski fond, Središnji nacionalni fond, Sunce i Velebit fond) koji su posredovali u otkupu dionica za vaučere i u značajnoj mjeri katalizirali koncentraciju vlasništva. Kakva je bila uloga i ponašanje privatizacijskih investicijskih fondova (PIF) u upravljanju poduzećima u kojima su tijekom vaučerske privatizacije stekli značajne vlasničke portfelje? Iako postoji relativno kratko iskustvo, zanimljivo je vidjeti kako su se hrvatski PIF-ovi snašli u toj ulozi i na koji su način valorizirali bogata iskustva iz ostalih tranzicijskih zemalja (osobito Češke, Poljske, Slovenije i Rusije).

Neka preliminarna empirijska istraživanja o tome (Čengiđ, 2000.a) sugeriraju sličan način ponašanja, odnosno pasivnost u upravljanju i veću sklonost što bržoj prodaji portfelja nekom većem investitoru, posebno stranom, negoli vlastiti aktivan angažman u restrukturiranju takvih poduzeća. Ta istraživanja sugeriraju dugoročnu "izlaznu strategiju", odnosno nezainteresiranost da PIF-ovi trajnije

ostanu u vlasničkoj strukturi privatiziranog poduzeća (Čengić, 2000.a, 10), zbog čega treba očekivati evoluciju vlasničke strukture prema vanjskim vlasnicima poduzeća koji su spremniji poduzeti restrukturacijske zahvate radi povećavanja uspjeha poduzeća na tržištu.

Sljedeće važno obilježje hrvatske postprivatizacijske vlasničke strukture jest vrlo nisko sudjelovanje stranih ulagatelja, osobito kada se uspoređujemo s najnaprednijim tranzicijskim zemljama. Neki od važnih razloga za to jesu visok politički rizik i nizak stupanj efikasne pravne zaštite ulaganja.²⁰ Postoji svega desetak poduzeća i banaka u kojima su stranci ostvarili dominantne vlasničke udjele (tablica 3). To se odražava na razinu ukupne korporacijske kulture u Hrvatskoj zbog nepostojanja tzv. efekta prelijevanja pozitivnih standarda (*spillover effect*) na poslovnu okolinu.

Tablica 3.
 Neka veća strana ulaganja u privatizaciji hrvatskih poduzeća i banaka

Strani ulagatelj	Sektor	Poduzeće	Vrijednost ulaganja
Deutsche Telekom, Njemačka	Telekomunikacije	Hrvatski telekom	850 mil. USD
Banco Commerciale Italiana, Italija	Bankarske i financijske usluge	Privredna banka	600 mil. USD
Ericsson, Švedska	Telekomunikacije	Tesla	48 mil. USD
Hofmann & Pankl Beteilligungsgasse, Austrija	Prerada minerala	Straža	39 mil. USD
Societe Suisse de Omment Portland, Švicarska	Cementna industrija	Tvornica cementa Koromačno	38 mil. USD
Interbrew, Belgija	Pivarska industrija	Zagrebačka pivovara	27 mil. USD
Coca-Cola Armatil, Austrija	Industrija osvježavajućih pića	Coca-Cola	20 mil. USD
Trioinvest, Švicarska	Cementna industrija	Dalmacija cement	17 mil. USD
Elektro-Goerrete, Švicarska	Industrija elektromaterijala	Elektrokontakt	10 mil. USD
Southern Breweries, Lihtenštajn	Pivarska industrija	Karlovačka pivovara	10 mil. USD

Izvor: Croatia Investment Climate Report 2000., US Embassy Zagreb, str. 15-16.

Prema istraživanju EBRD-a na uzorku od preko 3000 poduzeća u dvadeset zemalja Srednje i Istočne Europe (Transition Report, 1999.), bolja investicijska klima i veći broj stranih konkurenata imaju snažan motivacijski učinak za poboljšanje konkurentnosti i poslovnih performansi domaćih poduzeća.

U posljednjih dvije godine ipak dolazi do primjetnog porasta stranih ulaganja i jačanja njihovog utjecaja na upravljanje korporacijama, osobito nakon privatizacije 35% udjela Hrvatskih telekomunikacija koncem 1999. godine,

čime je započela privatizacija sektora javnih poduzeća u Hrvatskoj. Ovaj je sektor potencijalno najzanimljiviji stranim portfeljnim ulagateljima, osobito HT, INA, HEP, HŽ itd. Uz to, u posljednje dvije godine izrazit je interes stranaca za bankarski i osiguravateljski sektor. Tijekom 2000. godine dolazi do velikog porasta sudjelovanja stranih institucija u privatizaciji bankarskog sektora, zbog čega se danas više od 75% ukupnog vlasništva toga sektora nalazi u rukama stranih banaka (EBRD, 2000., 151). To bi uvelike moglo pridonijeti povećanju ukupne efikasnosti poslovanja bankarskog sektora, a također imati značajan učinak na standarde poslovanja u realnom sektoru (reduciranje nepovoljnih političkih utjecaja na kreditne odluke banaka, snižavanje kamata i cijena financijskog posredovanja i slično) te na daljnju evoluciju k efikasnijoj vlasničkoj strukturi sektora poduzeća.

LEGITIMITET I VJERODOSTOJNOST UPRAVLJAČKE ELITE NASTALE TIJEKOM PROCESA PRIVATIZACIJE U HRVATSKOJ

Primijenjeni model privatizacije u značajnoj je mjeri odgovoran ne samo za to na koji je način i kakva je nova poduzetničko-vlasnička elita stvorena tijekom procesa nego i za to kakav je njezin legitimitet u najširoj javnosti. Ovo se pitanje u Hrvatskoj pokazuje osobito važnim za nastavak daljnjeg procesa privatizacije. Tako je i u drugim tranzicijskim zemljama, gdje desetogodišnja iskustva pokazuju kako vjerodostojnost i legitimitet te potpora najšire javnosti može biti presudna za uspjeh privatizacijske politike (Nellis, 1999.).

Iako ćemo se u ovom dijelu usredotočiti na analizu obilježja upravljačkog sloja privatiziranih poduzeća, važan dio ukupnog legitimiteta novog privatno-poduzetničkog sloja stvara i stil upravljanja te učinkovitost menadžera i poduzetnika u potpuno novim (*de novo*) privatnim poduzećima. Temeljne osobine nove upravljačke elite nastale procesom privatizacije u Hrvatskoj i njihova percepcija u najširoj javnosti, koje su sondirane u nekoliko dobro fundiranih socioloških terenskih istraživanja na reprezentativnim nacionalnim uzorcima (Štulhofer, 1995.; Karajić, 1996.; Štulhofer, 1999.; Čengić, 1999.), prilično su obeshrabrujuće za daljnji napredak poduzetništva. Tako, primjerice, neka istraživanja pokazuju da su primarne osobine koje uspješni hrvatski poduzetnik mora posjedovati političke veze i poznanička umreženost; zatim nepoštenje i iskorištavanje drugih, dok sekundarnima postaju obilježja poput radišnosti, inteligencije, inovativnosti i težnje za unapređenjem poslovanja (Štulhofer, 1999., 102). Tako nisko

prihvatanje nove poduzetničke elite ima niz sociokulturnih razloga, međutim oni su utemeljeni u visokoj socijalnoj polarizaciji i velikom rastu nejednakosti tijekom tranzicijskog procesa (Franičević, 2000.). U takvim se uvjetima neprestano preispituje svrsishodnost i traži revidiranje, te čak i poništavanje nekih tranzicijskih politika, a osobito, primjerice, privatizacije, koja je ipak jedan od najsnažnijih instrumenata redistribucije ne samo društvenoga kapitala već s njime povezane društvene moći.

Na koji je način poduzetnička elita, stvorena procesom privatizacije, pridonijela tako rasprostranjenoj negativnoj percepciji poslovnog ponašanja i načina upravljanja privatnih poduzetnika? Temeljna poruka i signal koje je njihovo ponašanje snažno odašiljalo drugim poduzetnicima i najširoj javnosti bila je da najbrži poduzetnički učinak donose političke veze i lojalnost te ignoriranje, a ponegdje i otvoreno nepoštivanje, tržišnih pravila igre (*Banaka*, 2000., 68). To znači da su nagrade i poticaji poduzetnicima dolazili izvan institucionalnog korporacijskog sustava tržišta, a da su postojeći institucionalni deficit i nedostatak političke volje sve donedavno bili najvećim razlozima što nisu postojale nikakve sankcije – pa makar samo i javne moralne osude – za takav oblik netržišnog ponašanja novih privatno-vlasničkih elita.²¹

Javna percepcija novopečenih vlasnika poduzeća izrazito je obojena stavom javnosti o gubitnicima i dobitnicima privatizacijskog procesa u posljednjih deset godina.

Dobitnici		Gubitnici	
Članovi HDZ-a	89%	Seljaci	73%
Menadžeri privatiziranih poduzeća	87%	Radnici privatiziranih poduzeća	62%
Političari	80%	Stručnjaci	49%
Menadžeri državnih poduzeća	78%	Radnici u državnim poduzećima	34%

Izvor: Štulhofer, A. (1999.), Proces privatizacije u Hrvatskoj i hrvatska javnost 1996-1998: Povratak u budućnost?, u: Čengić, D i I. Rogić (ur): *Privatizacija i javnost*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, str. 98.

Tablica 4.

Tko su najveći dobitnici i gubitnici u dosadašnjem procesu privatizacije?

Jedan od važnih čimbenika koji je pridonio prevladavajućoj negativnoj javnoj percepciji učinka procesa privatizacije izvire iz samog odabranog privatizacijskog modela. Naime, najšira javnost percipira odabrani model nepravednim jer nije omogućio sudjelovanje svih aktera procesa pod jednakim uvjetima, što pridonosi podrivanju ekonomske, socijalne i javne legitimacije odabranog modela te njegove ukupne društvene korisnosti (Čučković, 1999). Nai-

me, preferiranje nekih skupina kupaca na štetu drugih potencijalnih vlasnika bivše društvene imovine djelovalo je snažno na prevagu percepcije veće skupine “gubitnika” nad skupinom “dobitnika” u procesu. Štoviše, čak se i skupina zakonski preferiranih kupaca (zaposleni) često smatra gubitnicima (osobito radnici) kada se uspoređi s netransparentnom skupinom preferiranih velikih kupaca (tajkuna), što nije čudno jer su posljednji odabrani temeljem političke lojalnosti, čime su priskrbili povlaštene uvjete prodaje najkvalitetnijih dijelova bivše društvene imovine. Netransparentna i politički sponzorirana preuzimanja poduzeća, loše upravljanje, isisavanje i prisvajanje dobiti poduzeća, neprijateljska preuzimanja, namjerno dovođenje poduzeća u stečaj, otpuštanje zaposlenih i slične aktivnosti višestruko su se negativno odrazile na percepciju rezultata privatizacije i novih poduzetničkih elita u javnosti. Kako sociološka istraživanja pokazuju, upravo je ovakva percepcija rezultata politike privatizacije bila jednim od glavnih uzroka rastuće klime korupcije, cinizma i oportunitizma, koja ozbiljno ugrožava temelje budućeg zdravog gospodarskog rasta Hrvatske (Štulhofer, 2000.).

Početakom 2000. godine, kada su napravljene prve bilance desetogodišnjeg privatizacijskog projekta, bilo je moguće konstatirati kako su prateći negativni učinci procesa u značajnoj mjeri zasjenili i ugrozili ne samo njegovu ekonomsku i socijalnu korisnost već su izrazito narušili legitimitet i vjerodostojnost privatizacijske politike u najširem dijelu javnosti. O tome danas postoji svojevrсно suglasje ekonomskih analitičara, medija, političkih stranaka i najšire javnosti.

Hrvatska je zbog toga u drugo tranzicijsko desetljeće zakoračila s velikim socijalnim otporima daljnjoj privatizaciji. Ono što je važno istaknuti jest da ova činjenica kao nepovoljno naslijeđe opterećuje i legitimitet privatizacijske politike nove vlasti (Čengić, 2000.b, 514). Zbog predizbornih obećanja, vlada ima obavezu usvajanja Zakona o reviziji privatizacije radi sankcioniranja glavnih nosilaca kriminalnih privatizacijskih aktivnosti u proteklom razdoblju te njihova javnog i pravosudnog delegitimiranja. Ipak to će vjerojatno biti nedovoljno za neutralizaciju negativnih i distorziranih učinaka procesa iz prethodne faze, a, prema mišljenju nekih istaknutih analitičara (Bićanić, 2000.), zbog loše poruke investitorima i unošenja dodatne pravne nesigurnosti u vlasnički sustav, može imati i više štete nego koristi. Naime, vraćanje poljuljanog legitimiteta procesa privatizacije u javnosti može se postići samo kroz bolju institucionalnu organizaciju i transparentnost budućih privatizacijskih koraka, osobito pri privatizaciji javnih po-

dužeća i bankarskog sektora, dok je snažan demonstracijski učinak moguće postići i energičnim sankcioniranjem nelegalnih aktivnosti u privatizacijskom procesu i unutar postojećih zakona, uz uvjet efikasnijeg rada pravosuđa.

Nevenka Čučković
**Utjecaj postprivatizacijske
vlasničke strukture na
kvalitetu korporacijskog
upravljanja u Hrvatskoj**

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA ILI KAKO UNAPRIJEDITI RAZINU EFIKASNOSTI KORPORACIJSKOG UPRAVLJANJA PRIVATIZIRANIM PODUZEĆIMA U HRVATSKOJ?

Pretežni negativni utjecaji korporacijskog djelovanja jednog sloja politički moćne upravljačke elite, koja je iznjedrena iz procesa privatizacije tijekom devedesetih godina, značajno su vrijednosno erodirali na taj način oformljene vlasničke portfelje te nanijeli golemu štetu ukupnom legitimitetu procesa privatizacije i stvorili široko raširenu negativnu percepciju poduzetništva te ukupne gospodarske i socijalne svrsishodnosti privatizacije. Tzv. *tajkunizacija* gospodarstva, odnosno stvaranje uskoga sloja nove privatne elite izravno povezane s političkom elitom, rezultirala je nizom negativnih gospodarskih posljedica, a privatizacija je postala izvorom nezakonitosti, korupcije i sive ekonomije te simbolom svih negativnih socijalnih posljedica tranzicijskog procesa.

Empirijski uvidi (Čučković, 1997.; Štulhofer, 1999.; Čengić, 1999.) potvrđuju da je takva politički sponzorirana privatna elita, vođena dvojbenim poduzetničkim i korporacijskim vrijednosnim sustavom te predatorskim ponašanjem na tržištu, značajno narušila razvoj i formiranje zdrave korporacijske kulture u Hrvatskoj te osujetila stvaranje široke strukture efikasne tržišne upravljačke elite, čije ponašanje je utemeljeno na primjeni općeprihvaćenih suvremenih standarda i uzusa konkurentnog tržišnog ponašanja. Tome je svakako doprinijela relativno kasna izgradnja i neučinkovito djelovanje regulativnog i institucionalnog okružja tržišta (npr. za vlasničko preuzimanje poduzeća) s čvrstim poticajima, smjericama i signalima za poželjne načine korporacijskog ponašanja.

Što je stoga nužno učiniti kako bi se neutralizirala dosadašnja nepovoljna iskustva i unaprijedila razina kvalitete korporacijskog upravljanja? Pozitivan korak u tom smjeru, koji pokazuje pojačan interes za to pitanje, jest i osnivanje Vijeća za korporacijsko upravljanje pri Hrvatskoj udruzi poslodavaca (HUP) u jesen 2000. Ovo konzultativno vijeće pokušava kroz intenzivan dijalog pronaći odgovore na neka od gorućih pitanja o načinu upravljanja korporacijama u Hrvatskoj te utjecati na pripremu novih legislativnih rješenja.

S druge strane, na razini države kreatorima gospodarske politike stoji na raspolaganju niz mjera kojima se može poboljšati opća korporacijska kultura te upravljanje i restrukturiranje poduzeća, kao što su primjerice:

a) uklanjanje svih prepreka većem sudjelovanju stranih ulagatelja, osobito strateških investitora, radi unapređenja konkurentnosti i efikasnosti poslovanja, transfera novih vještina upravljanja, kapitalizacije znanja, inovacija i vrhunskih tehnologija te promicanja nove kulture korporacijskog upravljanja i veće financijske discipline poduzeća;

b) usvajanje potrebnih izmjena Zakona o vlasništvu i drugim stvarnim pravima (1996.) te izmjena Zakona o zemljišnim knjigama (katastarskom registru), čime bi se dopustila i liberalizirala prodaja zemljišta i nekretnina stranim ulagateljima;

c) efikasna sudska zaštita vlasničkih prava i svih prava koja proistječu iz ugovorâ koji reguliraju različite ekonomske transakcije među akterima na tržištu;

d) jačanje legislativnih mehanizama izravnog utjecaja vlasnika na upravljanje i nadzor poduzeća, koji će jače poticati i omogućiti korjenito financijsko, organizacijsko, kadrovsko i marketinško restrukturiranje poduzeća, uključujući temeljit tržišni preustroj te, tamo gdje je nužno, smanjivanje broja zaposlenih i stečaj;

e) porast transparentnosti i obveze javnosti informacijâ o poslovanju poduzeća, čime bi se jačala informacijska podloga za donošenje pravilnih odluka o zadržavanju ili pak prodaji vlasničkih udjela i dionica, osobito tamo gdje postoji veći broj malih dioničara u poduzeću;

f) jačanje financijskih i tržišta kapitala, osobito burzi vrijednosnih papira, kao bitnog preduvjeta osiguranja efikasnog mehanizma upravljanja društvima kapitala i pritiska na upravu (izravno iskazivanje zadovoljstva ili pak nezadovoljstva performansama menadžera) korporacija sa širokom dioničarskom vlasničkom strukturom. U tom kontekstu nužna je izmjena zakona koji reguliraju izdavanje i trgovanje vrijednosnim papirima te rad institucija koje su zadužene za nadzor i primjenu ovih zakona. To je ujedno i vrlo bitan čimbenik daljnjeg razvoja postprivatizacijske vlasničke strukture;

g) olakšavanje legislativnih uvjeta izlaza poduzeća s tržišta (likvidacija i stečaj) u slučaju dugotrajne nelikvidnosti i gubitaka, energičnijom primjenom i nadopunjavanjem postojećeg Zakona o stečaju;

h) napuštanje prakse spašavanja poduzeća (osobito privatnih) na teret poreznih obveznika (izravnim proračunskim subvencijama, otpisom dugova državi omogućavanjem oprosta poreznih obveza te mirovinskih i zdravstve-

nih doprinosa), jer ona zapravo amnestira odgovornost uprava poduzeća;

i) umjesto trošenja proračunskih sredstava za nastavljanje spašavanja posrnutih privatiziranih poduzeća treba usvojiti sveobuhvatan paket socijalnih mjera za rješavanje problema povećane nezaposlenosti zbog stečaja poduzeća (otpremnine, prekvalifikacija, naknade za nezaposlenost i slično). Za ove mjere moguće je dobiti pomoć različitih međunarodnih institucija i organizacija (Svjetska banka, EBRD, Europska komisija), jer su te mjere usmjerene jačanju ukupne konkurentske sposobnosti sektora poduzeća u Hrvatskoj;

j) paralelna reforma pravosuđa, energično sankcioniranje korupcionaškog ponašanja, ogrešivanja o prava vlasništva i druge norme u procesu privatizacije te stvaranje uvjeta za eliminaciju cinizma i oportunitizma, jačanje poslovne i profesionalne etike, podizanje razine transparentnosti i javnosti rada državne uprave, jačanje individualnih i društvenih sociokulturnih potencijala te suradnje i povjerenja u institucionalnu organizaciju tržišta (Štulhofer, 2000., 176-177).

Prioritet među ovim mjerama trebaju svakako imati mjere za daljnji razvoj tržišta kapitala kao bitnog čimbenika u monitoringu, evoluciji i redizajnu postojeće postprivatizacijske vlasničke strukture. Utvrđivanje vrijednosti dionica i vlasničkih udjela, okrupnjavanje, preuzimanje i promjena vlasnika treba se odigravati u tržišno transparentnom okruženju. Tu je potrebno učiniti nekoliko supstancijalnih pomaka. Prije svega potrebno je obaviti nužne izmjene i nadopune legislativnog okvira koji izravno utječe na mehanizme korporacijskog upravljanja poduzećima. To se prije svega odnosi na Zakon o trgovačkim društvima (1993.), koji bi sada trebao adekvatnije odražavati povećane potrebe za kvalitetnijim korporacijskim upravljanjem i restrukturiranjem poduzeća. Kao što je poznato, on je rađen prema uzoru na njemački zakon, u kojem veću ulogu u upravljanju i kontroli menadžera poduzeća imaju banke i institucionalni investitori negoli tržišta kapitala odnosno burze. Prema tom uzoru razdvojene su uloge i funkcije upravnih i nadzornih odbora u poduzećima (odnosno izvršnih i vanjskih direktora), a prema tome i način sudjelovanje dioničara u radu tih vijeća. Radi omogućavanja kvalitetnog sudjelovanja dioničara u upravljanju te izravnijoj korporacijskoj kontroli, potrebno je krenuti u smjeru spajanja vijeća izvršnih i vanjskih direktora, a time bi se potaknuo i interes za ulaganje u dionice takvih poduzeća. Uz to, slično kao u razvijenim tržišnim gospodarstvima (Prabhaker, 1999.),²² potrebno je na primjeren način ri-

ješiti zastupanje i reprezentativnost interesa ostalih važnih interesnih skupina (*stakeholdera*) u upravljanju i određivanju poslovnih ciljeva korporacija (Čengić, 2000.a). Time bi se pojačala svojevrsna društvena i javna odgovornost pri upravljanju korporacijama, osobito onim velikim.

Isto tako treba usvojiti potrebne izmjene postojećih zakona koji reguliraju tržište vrijednosnica i rad Komisije za vrijednosne papire, u kojima se također odražava sukob između njemačkog i anglosaskog načina reguliranja tržišta kapitala (Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, Zakon o komisiji za vrijednosne papire). Također valja spomenuti da je potreban daljnji napor usmjeren podizanju obvezne transparentnosti dioničke vlasničke strukture poduzeća. Naime, kao što je poznato, od početka ne postoji cjelovit središnji registar izdanih dionica koji bi pružao elementarne podatke o promjeni vlasničke strukture dioničkih društava, a funkcioniranje Središnje depozitarne agencije kao ključne institucije još uvijek je u početnoj fazi. Daljnje unapređenje institucionalno regulativnog tržišnog okvira pojačat će zaštitu interesa svih dioničara, što bi moglo potaknuti dinamiziranje trgovanja dionicama na sekundarnom tržištu i time trasirati put za formiranje efikasnije postprivatizacijske vlasničke strukture i mehanizama korporacijskog upravljanja u Hrvatskoj. To će ubrzati i konsolidaciju postprivatizacijske vlasničke strukture te paralelan proces razvoja, redefiniranja i regrupiranja dominantnih upravljačkih elita. Ovi su procesi u Hrvatskoj još uvijek u značajnoj mjeri otvoreni i nedovršeni i zato će i dalje imati važan utjecaj na razinu poslovne efikasnosti privatiziranih poduzeća.

Napomena: *Ovaj se rad temelji na istraživanju koje je potpomogla Fondacija Otvoreno društvo, Prag (Research Support Scheme of the Open Society Foundation, grant No. 1100/1999).*

BILJEŠKE

¹ Za korporacijsko upravljanje od primarne je važnosti ugovorni odnos između *principala* (vlasnika) i *agenta* (menadžera). Taj je odnos najizravniji kod privatnog vlasništva, jer su privatni vlasnici u mogućnosti diktirati takav ugovorni odnos koji najizravnije povezuje zahtjeve prema menadžmentu s razinom efikasnosti poduzeća. To je bio krunski argument za privatizaciju državnih poduzeća u tranzicijskim zemljama (Vickers and Yarrow, 1988., Pejovich, 1995.; Čučković, 1998.; Čengić, 1998.).

² Za odličan pregled tipologije potencijalnih vlasnika koji nastaju privatizacijskim procesom vidi Milanović, 1991.

³ Tako je npr. nakon vaučerske privatizacije u Rusiji: u više od 15.000 privatiziranih državnih poduzeća u prosjeku je oko 2/3 dioničkog kapitala pripalo menadžerima i radnicima (Nellis, 1999.: 7).

- ⁴ Većina je PIF-ova, prema istraživanju Kotrbe et al. (1999.), osobito u Češkoj, gdje je u početku postojao zakonski limit od 20% portfelja koji je takav fond mogao imati, zadržala ulogu samo pasivnih ulagatelja u portfeljima tako privatiziranih poduzeća, jer su zapravo bili više zainteresirani da ostvare kapitalne dobitke pri budućoj prodaji portfelja na sekundarnom tržištu kapitala. U većini slučajeva ta je situacija pogodovala slabom pritisku na ponašanje menadžmenta te odsutnost interesa da se inzistira na potrebnom restrukturiranju poduzeća (Mertlik, 1997.: 77-81).
- ⁵ Vidi primjerice Megginson (1998.); Megginson, Nash i Van Rensselaer (1994.); Young (1998.); Elteto (1998.); Pahl et al. (1997.); Frydman, Gray and Rapaczynski (1996.).
- ⁶ Naprotiv, pregledavajući domaće i strane medijske napise o privatizacijskom procesu u Hrvatskoj i upravljačkoj eliti koju je proces iznjedrilo, može se konstatirati da je stvoren prepoznatljiv negativan tzv. tajkunski predložak korporacijskog upravljanja privatiziranim poduzećima. Inače, analitičari su sve skloniji tvrdnji da u tranzicijskim zemljama nastaju specifični, hibridni *tranzicijski modeli korporacijskog upravljanja* veoma obojeni lokalnim uvjetima te specifičnim povijesnim, tradicijskim i kulturološkim obilježjima svake pojedine zemlje (World Bank, 1999.: 10).
- ⁷ To je prije svega stoga što u Hrvatskom fondu za privatizaciju nigdje ne postoji kronološki zapis mijenjanja vlasničke strukture dioničkih društava po pojedinim oblicima vlasništva (npr. *insideri*, broj dioničara, udjeli, vrijednosti), što bi bio temeljni preduvjet svake ozbiljnije analize evolucije te strukture. Nadalje, pouzdanost informacija o vrijednosti pojedinih privatiziranih dioničkih portfelja i udjela vrlo je niska, budući da su se metode kategoriziranja vlasnika i procjene vrijednosti često arbitrarno mijenjale. Daljnja nezgoda za analitičare jest i to što "čvrsti" podaci o strukturi vlasnika dioničkih društava ne postoje na jednom mjestu (osim u času registriranja društva pri Trgovačkom sudu). Iako je postojala ideja o središnjem registru izdanih dionica, on nikad nije profunkcionirao, a Središnja depozitarna agencija još je uvijek u inicijalnoj fazi djelovanja s ograničenim brojem članova.
- ⁸ Analitičari su često upozoravali na neke od najočitijih. Vidi primjerice Čučković (1995.); Čučković (1998.); Čengić (1999.); Čengić (2000.); Franičević (1997.); Franičević (1999.).
- ⁹ Vidi izlaganja prilikom saborskog predstavljanja Zakona o pretvorbi društvenih poduzeća (1991.) i Zakon o privatizaciji (1996.). Treba napomenuti da je nepomirljivost nekih ciljeva (npr. efikasnost i pravednost) bila prisutna u gotovo svim tranzicijskim zemljama, ali neke su mudrije uravnoteživale socijalne, političke i ekonomske ciljeve privatizacijskog procesa, što je bilo iznimno važno zbog nužne razine javne potpore procesu privatizacije, bez koje ga nije moguće operacionalizirati.
- ¹⁰ Nažalost većina je empirijskih istraživanja rađena na manjim kvotnim uzorcima poduzeća, pa su oni samo indikativni. Za dalekosežnije zaključke ostaje nepremostiv problem postojanja statistički relevantne baze podataka o promjeni vlasničke strukture.
- ¹¹ Za usporedbu, projekt izgradnje tzv. narodnog kapitalizma u drugim tranzicijskim zemljama kroz sheme masovne privatizacije obuhvaćao je redistribuciju državnog kapitala na prosječno 40-70% stanovništva. Mnoge su postsocijalističke zemlje pokretale projekte masovne privatizacije s težom da stvaranjem široko disperzirane strukture pri-

vatnih vlasnika kreiraju temelje na kojima počiva stabilnost novoizgrađenog tržišta i demokratska konsolidacija političkog sustava.

¹² Podaci koje je medijima prezentirao Hrvoje Vojković, predsjednik HFP-a, *Jutarnji list*, 14. 11. 2000., str. 6.

¹³ Vidi opširnije u Franičević, 1999.; Čučković, 1999.; Čengić, 2000.; Bičanić, 2000.

¹⁴ Slično je i s nekim drugim važnim zakonima koji stvaraju regulativno-institucionalno okruženje za privatizaciju, primjerice Zakon o zaštiti tržišnog natjecanja (1996.), Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima (1998.), Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima (1995.), Zakon o investicijskim fondovima (1995.), Zakon o Komisiji za vrijednosne papire (1996.) i slično. Kao posljedica kašnjenja važnih propisa, osobito na tržištu kapitala, privatizacija se odvijala "pod izravnim nadzorom države u potpuno nereguliranom okruženju" (Šonje, V. i B. Vujčić, 2001.), što je naravno otvorilo širok prostor za brojne neregularnosti u procesu privatizacije.

¹⁵ Prema podacima Zagrebačke burze, u prvoj kotaciji je do 29. 12. 2000. bilo 6 tvrtki, međutim zbog nezadovoljavanja strogih kriterija, one su premještene u manje zahtjevnju TN-kotaciju, u kojoj trenutno povremeno trguje 57 tvrtki.

¹⁶ Prosječna vrijednost dionica dvadesetak poduzeća s kojima se najviše trguje, a koja se nalaze u TN-kotaciji na Zagrebačkoj burzi, kreće se između 20 i 30% njihove nominalne knjigovodstvene vrijednosti.

¹⁷ Sličan se fenomen primjerice dešavao u Slovačkoj i Rusiji, gdje su propala tajkunska carstva zbog dugova ponovno vraćena u državni portfelj, a potom reprivatizirana (Nellis, 1999.).

¹⁸ Kod državnih se poduzeća isprepleću politički, socijalni i ekonomski ciljevi poduzeća, a restrukturiranje, povećavanje tržišnog udjela ili razine profitabilnosti rijetko je na listi njezinih prioritarnih poslovnih ciljeva. Ti ciljevi se uglavnom žrtvuju kako bi se zadržala postojeća razina zaposlenih ili socijalna zaštita nekih kategorija stanovništva (EBRD, 1999.).

¹⁹ Ili prosječno oko 30% ukupne vrijednosti temeljnog kapitala poduzeća (12.283.105.397 kn) koja su sudjelovala u kuponskoj privatizaciji (Ostović i Ljubunčić, 1998.).

²⁰ Iako postoji relativno liberalan investicijski zakon i izjednačenost domaćih i stranih investitora, neefikasnost pravosudnog sustava velik je problem i loše utječe na motivaciju stranih investitora. Uz politički rizik, to je drugi najvažniji razlog slabog interesa. Sljedeći razlog jest visoka razina korupcije, osobito u državnoj administraciji. Prema podacima Transparency Internationala, situacija se u Hrvatskoj počela poboljšavati tek od 2000. godine (smanjen je rang ukupne korumpiranosti sa 74. na 51. mjesto). Skorim usvajanjem paketa zakona o suzbijanju korupcije bit će postavljen potreban legislativni okvir za efikasniju borbu protiv korupcije.

²¹ U nedavnoj analizi Ministarstvo financija navodi da u periodu od 1993.-2000. nije procesirano oko 75% prijavljenih kaznenih dijela iz područja gospodarskog kriminala (*Banka*, ožujak 2001.: 14).

²² Iskustva vođenja korporacija u razvijenim tržišnim gospodarstvima ukazuju na svojevrsnu dihotomiju interesa između dioničara (*shareholders*) i drugih zainteresiranih društvenih skupina, poput zaposlenih, potrošača, drugih poduzeća i financijskih organizacija, lokalnih zajednica, općina, regija i slično (*stakeholders*). U interesu je svih strana da se ta dihotomija ublaži i prevlada (Prabhaker, 1999.: 119).

- Aghion, P. i Blanchard, O. (1998.), On Privatization Methods in Eastern Europe and Their Implications, *Economics of Transition*, 6(1): 87-99
- Aoki, M. i Kim, H. (1995.), *Corporate Governance in Transition Economies*, World Bank, Washington D.C.
- Banka* (2000.), br. 7-8, str. 68-73.
- Banka* (2001.), br. 3, str. 14-16.
- Bićanić, I. (2000.), Ne omanulo im se, *Banka*, br. 2, str. 18-19.
- Blair, M. i Roe, M. J. (1999.), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution Press, Washington D.C.
- Bornstein, M. (2000.), *Post-Privatization Enterprise Restructuring*, University of Michigan, Ann Arbor.
- Brunetti, A.; Gregory K. i Weder, B. (1997.), Institutions in Transition: Reliability of Rules and Economic Performance in Former Socialist Countries, *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1809, August.
- Carlin, W. (1999.), Empirical Analysis of Corporate Governance in Transition, u: Rosenbaum, E., Boemker, F. i H. J. Wagener (ur.): *Privatisation, Corporate Governance and the Emergence of Markets*, Macmillan/Basingstoke, London.
- Carlin, W.; Fries, S.; Schaffer, M. i Seabright, P. (1999.), Competition, Soft Budget Constraints and Enterprise Performance in Transition Economies, rad predstavljen na konferenciji *Ten Years After: Transition and Growth in Post-Communist Countries*, 15-16 October 1999, CASE, Warsaw.
- Coffee, J. C. (1999.), Privatization and Corporate Governance: The Lessons from securities Market Failure, *Journal of Corporation Law*, 25 (1):1-39.
- *** *Croatia Investment Climate Report 2000*, US Embassy, Zagreb, September 2000.
- Čengić, D. (1998.), Vlasništvo i poduzeće: problem menadžerske kontrole, u: Rogić, I., Z. Zeman (ur): *Privatizacija i modernizacija*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb.
- Čengić, D. (1999.), Menadžeri i institucionalni vlasnici, u: Čengić, D., I. Rogić (ur), *Privatizacija i javnost*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb.
- Čengić, D. (2000.a), Neki problemi korporacijskog upravljanja u Hrvatskoj, rad predstavljen na okruglom stolu *Modernizacija i upravljanje*, Hrvatska udruga poslodavaca (HUP), Zagreb, 5. srpnja 2000.
- Čengić, D. (2000.b), Vladajuća elita i proces delegitimacije privatizacijskog projekta: ima li pouka za budućnost?, *Društvena istraživanja*, 9 (4-5):497-525.
- Čučković, N. (1996.), *Post-Privatization Restructuring and Business Performance of Privatized Enterprises: Comparison of the Czech and Croatian Experiences*, RSS Study, Open Society Institute, Prague, March.
- Čučković, N. (1997.) Neslužbeno gospodarstvo i proces privatizacije, *Financijska praksa*, 21(1-2):259-276.
- Čučković, N. (1999.), Privatizacija u tranzicijskim zemljama: namjere i stvarnost deset godina kasnije, u: Čengić, D. i I. Rogić (ur), *Privatizacija i javnost*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb, 11-46.
- Earle, J., Estrin, S. (1996.), Employee Ownership in Transition, u: Frydman, R.; Gray, C. W. i A. Rapaczynski (ur): *Corporate Governance in*

- Central Europe and Russia, Vol. 2: Insiders and the State*, CEU Press, Budapest.
- Elteto, A. (1998.), *The Economic Performance of Firms With Foreign Investment in Hungary*, Working Paper No. 94, Institute of World Economics, Budapest.
- Franičević, V. (1997.), Politička ekonomija neslužbenog gospodarstva – država i regulacija, *Financijska praksa*, 21(1-2):295-314.
- Franičević, V. (1999.), Privatization in Croatia: Legacies and Context, *Eastern European Economics*, 37(2):5-54.
- Frydman, R.; Hessel, M. i Rapaczynski, A. (1998.), Why Ownership Matters?: Entrepreneurship and the Restructuring of Enterprises in Central Europe, *Privatization Project*, New York, April.
- Frydman, R; Gray, C. W. i Rapaczynski, A. (ur.) (1996.), *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, Vol 1: Banks, Funds and Foreign Investors, CEU Press, Budapest.
- Frydman, R.; Gray, C. W. i Rapaczynski, A. (1999.), When Does Privatisation Work?: The Impact of Private Ownership on Corporate Governance in the Transition Economies, *Quarterly Journal of Economics*, 114(4)1153-1192.
- Hansmann, H. (1996.), *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, Cambridge.
- Hashi, I. (2000.), The Polish National Investment Fund Programme: Mass Privatization with a Difference?, *Comparative Economic Studies*, 42(1)87-134.
- Kotrba, J.; Kocenda, E. i Hanousek, J. (1999.), The Governance of Privatization Funds in the Czech Republic, u: Simonetti et al (ur): *The Governance of Privatization Funds: Experiences of the Czech Republic, Poland and Slovenia*, Edward Elgar, Cheltenham, UK.
- Kuznetsova, O i Kuznetsov, A. (1999.), The State as a Shareholder: Responsibilities and Objectives, *Europe-Asia Studies*, 51(3)433-446.
- Landesman, M. (2000.), Structural Change in the Transition Economies since 1989, *Economic Survey of Europe 2000*, No 2/3, UNECE, May.
- Meggison, W. L. (1998.), The Impact of Privatisation, *Economic Reform Today*, No. 1., CIPE, Washington.
- Meggison, W. L.; Nash, R. C.; Van Rendenburgh, M. (1994.), The Financial and Operating Performance of Newly Privatised Firms: An International Empirical Analysis, *Journal of Finance*, 48(2):403-452.
- Milanović, B. (1991.), Privatization in Post-Communist Societies, *Communist Economies and Economic Transformation*, 3(1):5-40.
- Nellis, J. (1999.), Time to Rethink Privatization in Transition Economies?, *IFC Discussion Paper* No. 38, The World Bank, Washington.
- North, D. (1990.), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- North, D. (1997.), The Contribution of the New Institutional Economics to an Understanding of the Transition Problem, *WIDER Annual Lectures*, 1, UNU/WIDER, Helsinki, March.
- Ostović, D., Ljubunčić, S. (1998.), *Rezultati kuponske privatizacije u Republici Hrvatskoj*, Privatizacija – posebna naklada, Zagreb.
- Pohl, G.; Anderson, R. E.; Classens, S. i Djankov, S. (1997.); Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe, Technical Paper No. 368, The World Bank, Washington D.C.
- Prabhaker, R. (1999.), Governance and Stakeholding, *New Economy*, 6(2)119-123.

- Prašnikar, J., Gregorič, A. (2000.), Workers' Participation in Slovenian Enterprises - Ten Years Later, *Working Paper No. 96*, Faculty of Economics, Ljubljana. January.
- Prevalov, J., Gimadi, I. i Dobrodei, V. (2000.), Does Privatisation Improve Performance of Industrial Enterprises? Empirical Evidence from Russia, *Post-Communist Economies*, 12(3):337-364.
- *** *Program i plan privatizacije državnog portfelja* (2001.), HFP, veljača.
- Simoneti, M.; Estrin, S. i Boehm, A. (1999.), *The Governance of Privatization Funds: Experiences of the Czech Republic, Poland and Slovenia*, Edward Elgar, Cheltenham, UK.
- Šonje, V. i Vujčić, B. (2000.), Liberalizam u vođenju ekonomske politike u Hrvatskoj devedesetih godina dvadesetog stoljeća; <http://ekonomijamoderna.inet.hr>.
- Štulhofer, A. (1999.), "Proces privatizacije u Hrvatskoj i hrvatska javnost, 1996-1998: Povratak u budućnost", u Čengić, D., Rogić, I. (ur.), *Privatizacija i javnost*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb.
- Štulhofer, A. (2000.), *Nevidljiva ruka tranzicije: ogledi iz ekonomske sociologije*, Hrvatsko sociološko društvo, Zagreb.
- The World Bank Group (1999.), *Corporate Governance: A Framework for Implementation. Report*, Washington.
- *** *Transition Report 1997* (1997.), EBRD, London.
- *** *Transition Report 1999* (1999.), EBRD, London.
- *** *Transition Report 2000* (2000.), EBRD, London.
- Vehovec, M. i Prohaska, Z. (1999.), Privatization, Investment Funds and the Corporate Governance Problem in Croatia, *3rd International Conference on Enterprise in Transition Proceedings*, Faculty of Economics, Split, pp. 573-576.
- Vickers, J., Yarrow, G. (1988.), *Privatization: An Economic Analysis*, London, MIT Press.