
Drago
ČENGIĆ

MENADŽERI I
INSTITUCIONALNI
VLASNICI

U svim su postsocijalističkim zemljama programi masovne privatizacije, na ovaj ili onaj način, specifični projekti transformacije bivšega državnog (u Hrvatskoj: i društvenoga) vlasništva u privatno vlasništvo. Smatramo li privatizaciju u širem smislu jednom od mogućih strategija povratka u moderno kapitalističko društvo, masovna privatizacija je kao dio te strategije proces u kojem se znatan dio državnog vlasništva transformira u vlasništvo velike i disperzirane grupe privatnih osoba u razmjerno kratkom vremenskom razdoblju. Empirijski gledano, na primjerima zemalja Srednje i Istočne Europe, masovna privatizacija je do sada ostvarivana kao političko – privatizacijski projekt u raspodjeli dionica bez naknade ili s vrlo malom naknadom, uz pomoć posebnih certifikata/kupona – vaučera (vouchers) (usp. OECD, 1995; Lieberman, 1995; Winiecki, 1995; Mladek, 1995; Blaszczyk, Woodward, 1996; Bornstein, 1997).

Osnovna je nakana ovoga rada da, na temelju neposrednih empirijskih podataka i u kontekstu hrvatskog projekta masovne privatizacije, opiše neke temeljne dimenzije novouspostavljenog odnosa između menadžera i novih institucionalnih vlasnika – privatizacijskih investicijskih fondova, ocrta temeljne strategije ponašanja fondova te naznači moguće pravce daljnje evolucije menadžerske kontrole u hrvatskim poduzećima. Bilo bi preveć ambiciozno tvrditi da opisujemo odnos koji se na prikazani način bezuvjetno događa u većem dijelu hrvatskih poduzeća, a još manje da skiciramo reprezentativnu sliku cijelog hrvatskog gospodarstva. Naši se podaci temelje na raspoloživim uzorcima menadžera poduzeća i menadžera hrvatskih privatizacijskih fondova – sudionika masovne privatizacije provedene 1998. Godine (usp. Čengić i suradnici /1998b/).¹ Riječ je o specifičnim uzorcima poduzeća i menadžera. No, smatramo da su oni dovoljno indikativni za postavljanje nekih širih hipoteza i za daljnja promišljanja ove teme.

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

Novi institucionalni vlasnici i pojava menadžerskog preuzimanja poduzeća proizvod su privatizacijskih i masovno-privatizacijskih projekata u postsocijalističkim zemljama započelih u posljednjih devet godina. Kako bismo i u hrvatskom kontekstu došli do određenih hipoteza u pogledu ponašanja novih institucionalnih vlasnika i menadžera u procesu masovne privatizacije, pogledajmo namah širi privatizacijski okvir tih pojavnosti u Češkoj, Mađarskoj i Poljskoj.² Riječ je o zemljama koje: a) slove kao neslužbeni “prvaci privatizacije u Europi”, b) u sličnom su civilizacijsko – zemljopisnom krugu kao i Hrvatska, c) za koje postoje i određeni istraživačko-empirijski podaci o pretpostavkama, zamkama, provedbi i rezultatima masovne privatizacije.

Prvo što se mora primijetiti kad je riječ o problemu menadžerskog i zaposleničkog preuzimanja poduzeća jest činjenica da se iza toga nazivom sličnoga procesa kriju zapravo relativno različite politike i prakse u sve tri zemlje. Primjerice, zbog povijesnih čimbenika, naravi prve postkomunističke elite i usvojenog modela povratka imovine bivšim vlasnicima (problem restitucije) te masovne privatizacije, Češka je bila u početku izrazito nesklona menadžerskom i zaposleničkom preuzimanju bivših državnih tvrtka (usp. Mladek, 1995; Uvalic, 1999; Hashi, 1999; Ostović, 1999). Tvorcima češkog privatizacijskog modela htjeli su masovnom privatizacijom i restitucijskim zakonodavstvom zadobiti širi vladalački legitimitet, osigurati podršku privatizaciji u dužem razdoblju te spriječiti bivše komunističke direktore (nomenklaturu) da otkupom poduzeća stekne ekonomski povoljan status i u novim prilikama (usp. tablicu 1).

Mađarska je pak svojim zakonodavstvom još 1992. godine poticala otkup poduzeća od zaposlenih (ESOP – mađarska varijanta employee stock ownership programa), najčešće zapravo od direktora poduzeća. Bio je to jedan od brzih, iako kasnije u javnosti i vrlo osporavanih, načina privatizacije u okviru programa privatizacije malih poduzeća. Ipak, ne smijemo zaboraviti da su Mađari veći dio državne imovine “sačuvali” za strance – strateške investitore, u drugim programima privatizacije.

Kad je riječ o Poljskoj, analitičari spominju da je još početkom devedesetih zakonodavstvo omogućavalo različite mogućnosti za radničko vlasništvo u poduzećima, no zbog političkih i drugih razloga “menadžerska privatizacija” najčešće se odvijala stečajevima bivših državnih podu-

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

Izvor: M. Bornstein, 1997.

zeća (Winiecki, 1995). Najraširenija tehnika otkupa bio je “leveraged buy-out”: menadžeri i radnici kupovali su tvrtku plaćajući 30 posto od procijenjene vrijednosti kao ulog, a ostatak na pet godina. Istekom toga roka, postajali su stvarnim vlasnicima poduzeća! Ipak, općenito gledajući, tek su u Poljskoj MBO tehnike privatizacije poduzeća imale veću težinu u ukupnom procesu privatizacije.

U pogledu masovne privatizacije također postoje velike razlike između te tri zemlje. Češka je građanima ponudila privatizacijske kupone – vaučere, pomoću kojih su se pojedinci natjecali za dionice poduzeća u dražbovnim krugovima. Mađarska je svojim građanima ponudila kredite za kupovinu dionica odabranih poduzeća, a Poljska je građanima podijelila dionice investicijskih fondova koji su imali u svojem portfelju određena poduzeća.

Kako ovdje ne možemo ulaziti u detaljniju analizu drugih aspekata masovne privatizacije, čini nam se potrebnim da spomenemo tek neke argumente za i protiv masovne privatizacije koji su se javljali neposredno prije provedbe tih projekata u tim zemljama (usp. Milanović, 1991; Mladek, 1995; EBRD, 1998). Naime, oni plastično upozoravaju na neke probleme koje masovna privatizacija ipak u sebi krije. Kako se čini, ona omogućuje u određenom kontekstu “demokratsku legitimaciju” privatizacije, ali po sebi nije garancija poslovne i upravljačke uspješnosti njome privatiziranih poduzeća.

Tablica 1.
Menadžersko i zaposleničko
preuzimanje poduzeća

Tablica 2.
Masovna privatizacija kao
izvorište privatizacijskih
investicijskih fondova

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

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

Izvor: M. Bornstein, 1997.

Četvrto, masovna privatizacija je mnogo transparentnija i poštenija od privatizacije zatvorenim ponudama ili direktnim pregovaranjem. Peto, masovna privatizacija uz pomoć vaučera djeluje i izobrazbeno na ljude, učeci ih na osobnom primjeru abecedi tržišnog gospodarstva. Šesto, masovna privatizacija će dobiti podršku ljudi, a time će se osigurati i većinsko izborno tijelo za sljedeće izbore.

Na drugoj strani, protivnici masovne privatizacije isticali su svoje argumente. Prvo, disperzirano vlasništvo omogućuje efikasno korporacijsko upravljanje i jača ne-tržišno ponašanje menadžera. Drugo, organizacija vaučerskih

dražba je financijski i organizacijski zahtjevan posao. Treće, masovnom privatizacijom država ostaje bez znatnog priljeva sredstava za državni proračun.

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

Masovna privatizacija u Hrvatskoj: očekivanja glavnih aktera

U Hrvatskoj je masovna privatizacija uslijedila nakon završene prve faze privatizacije koja se odvijala u izrazito nepovoljnim društvenim i političkim prilikama i usmjerena je na poseban segment stanovništva – stradalnike Domovinskog rata, s nakanom da višestrukim učincima postigne određene socijalne i ekonomske učinke istodobno. No, u odnosu na, primjerice, češki model masovne privatizacije koji je bio otvoren za sve građane, u Hrvatskoj masovna privatizacija: a) “počiva” na participaciji jednog posebnog segmenta stanovništva (stradalnici Domovinskog rata), b) dolazi kao institucionalna inovacija u podmakloj fazi primjene hrvatskog modela privatizacije koji je nastao kao kombinacija unutarnje i vanjske privatizacije uz snažnu državnu kontrolu cijeloga procesa i koji nema široku legitimaciju u javnosti, c) uključuje poduzeća u kojima su uprave poduzeća u prethodnom “privatizacijskom razdoblju” došle do određenih su/vlasničkih udjela kroz MBO i MEBO financijske pothvate (usp. Čengić, 1995); d) njime su se pokušale (provedbeno) izbjeći neke pogreške uočene u Češkoj i u drugim zemljama, ponajprije vezane uz broj i djelovanje (privatizacijskih) investicijskih fondova (usp. Ostović, Ljubunčić, 1998; Čengić, 1998 b).

Podsjetimo, program masovne privatizacije u užem je smislu proizašao iz *Zakona o privatizaciji*, iz ožujka 1996.

godine.³ Među glavnim je *službenim ciljevima programa*, između ostalih, i brža privatizacija (dionica) poduzeća koja su još uvijek bila (sve do kraja ove godine) u vlasništvu države. To se namjeravalo ostvariti dražbom u tri dražbovna kruga (operacionalizirana tek 1998. godine), u koja je oko 230.000 građana Hrvatske trebalo postati vlasnicima dionica do sada neprivatiziranih hrvatskih poduzeća, odnosno vlasnicima dionica nekoga od možda i desetak privatizacijskih investicijskih fondova. Prema tome, osim privatizaciji poduzeća, smjeralo se, uključivanjem šireg segmenta stanovništva, i bržem razvoju tržišta kapitala, tehnološkoj modernizaciji poduzeća te uvođenju novih metoda i vještina u proces upravljanja poduzećima, što bi na kraći i duži rok moglo ubrzati gospodarski rast cijele zemlje.⁴

Temeljni su elementi hrvatske masovne/kuponske privatizacije na razini službene javnosti bili *kuponi, dionice, država, individualni sudionici i privatizacijski investicijski fondovi*. Njima treba dodati još jedan važan "činitelj iz sjene" - *uprave poduzeća s popisa poduzeća HFP-a za masovnu privatizaciju (471 poduzeće - usp. tablicu 3)*. Kupon je dokument kojim se utvrđuju prava *sudionika privatizacije* na dodjelu dionica. Na njemu je bio upisan broj bodova koji odgovara nominalnoj vrijednosti dionica na koje je sudionik imao pravo za prvu dražbu. Načelno govoreći, *sudionik-pojedinac* (stradalnik Domovinskog rata) mogao se koristiti kuponom na dva načina. Mogao ga je, u sklopu nultog kruga dražbe, izravno uložiti u dionice poduzeća čije je sjedište na oslobođenom području ili se njime koristiti za osobno sudjelovanje u sljedećim dražbovnim krugovima za dionice poduzeća koje su ponuđene s popisa poduzeća u sklopu dodjele dionica bez naplate. U drugom slučaju, sudionik-pojedinac mogao je kupon uložiti u privatizacijski investicijski fond (PIF) i time zamijeniti kupon za dionice konkretnog fonda. Nakon toga, fondovi su se nadmetali u dražbama za dionice poduzeća rabeći ukupno prikupljene kupone (za to im je trebao minimum od 100.000 milijuna privatizacijskih bodova). Na kraju, pojedinci su se mogli i samostalno natjecati za dionice pojedinih poduzeća, izbjegavajući time posredništvo PIF-ova u dolasku do dionica pojedinih (tržišno bolje stojećih) poduzeća (usp. tablicu 3).

PIF je po definiciji dioničko društvo osnovano (od različitih društava za upravljanje fondovima) isključivo radi prikupljanja kupona od ovlaštenih sudionika i zamjene tih kupona na dražbama za dionice poduzeća s popisa Ministarstva privatizacije, odnosno Hrvatskog fonda za privatizaciju. PIF-ovi su trebali/mogli ulagati kupone u dionice onih poduzeća koja, prema ocjeni stručnjaka fondova, mo-

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

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

gu postizati najbolje rezultate poslovanja. Time bi se, kako se pretpostavljalo, postigla veća sigurnost ulaganja, smanjio ukupan rizik ulagatelja i dugoročno povećala dobit u odnosu na samostalno ulaganje građana, sudionika masovne privatizacije.

Analitički gledano, ključni *su akteri hrvatske masovne privatizacije*: a) država i njezina tijela, b) individualni sudionici – stradalnici Domovinskog rata, c) društva za upravljanje PIF-ovima, odnosno PIF-ovi, d) menadžeri poduzeća s popisa HFP-a predviđenih za masovnu/kuponsku privatizaciju, e) različite interesne i neformalne grupe (udruge dioničara i slične). Od svih njih najveću važnost, uz pretpostavku pridržavanja fair-pravila igre, imaju/imali su država (Ministarstvo privatizacije, Hrvatski fond za privatizaciju), imatelji kupona, menadžeri poduzeća u kuponskoj privatizaciji i sadašnji privatizacijski investicijski fondovi.

Što su navedeni akteri očekivali od masovne privatizacije?
Češki projekt masovne privatizacije upozorava nas da po-

Tablica 3.
Prikaz i analiza dražba
masovne/kuponske privatizacije

seban način provedbe određenog projekta može imati važne posljedice za stavove građanstva, uključujući i njihovu volju da podrže sljedeće reforme i vjeru u nove institucije tržišta i demokracije. Osim toga, pođemo li od temeljnih teza teorije ovisnosti o prijašnjem putu (path dependency theory), izniklih u okvirima nove ekonomske sociologije (Swedberg, 1991; Štulhofer, 1998), možemo postaviti hipotezu da povoljno mišljenje o dosadašnjoj privatizaciji stvara i povoljniju percepciju projekta masovne privatizacije i potiče htijenja ka sudjelovanju u projektu u ulozi dioničara (bilo samostalno, bilo u fondovima). Obrnuto, loša materijalna i životna situacija sudionika, zajedno s izraženim nezadovoljstvom prema dosadašnjem modelu hrvatske privatizacije, jača orijentaciju sudionika prema pretvaranju dionica kao vrijednosnih papira u opipljivi vrijednosni ekvivalent – novac.

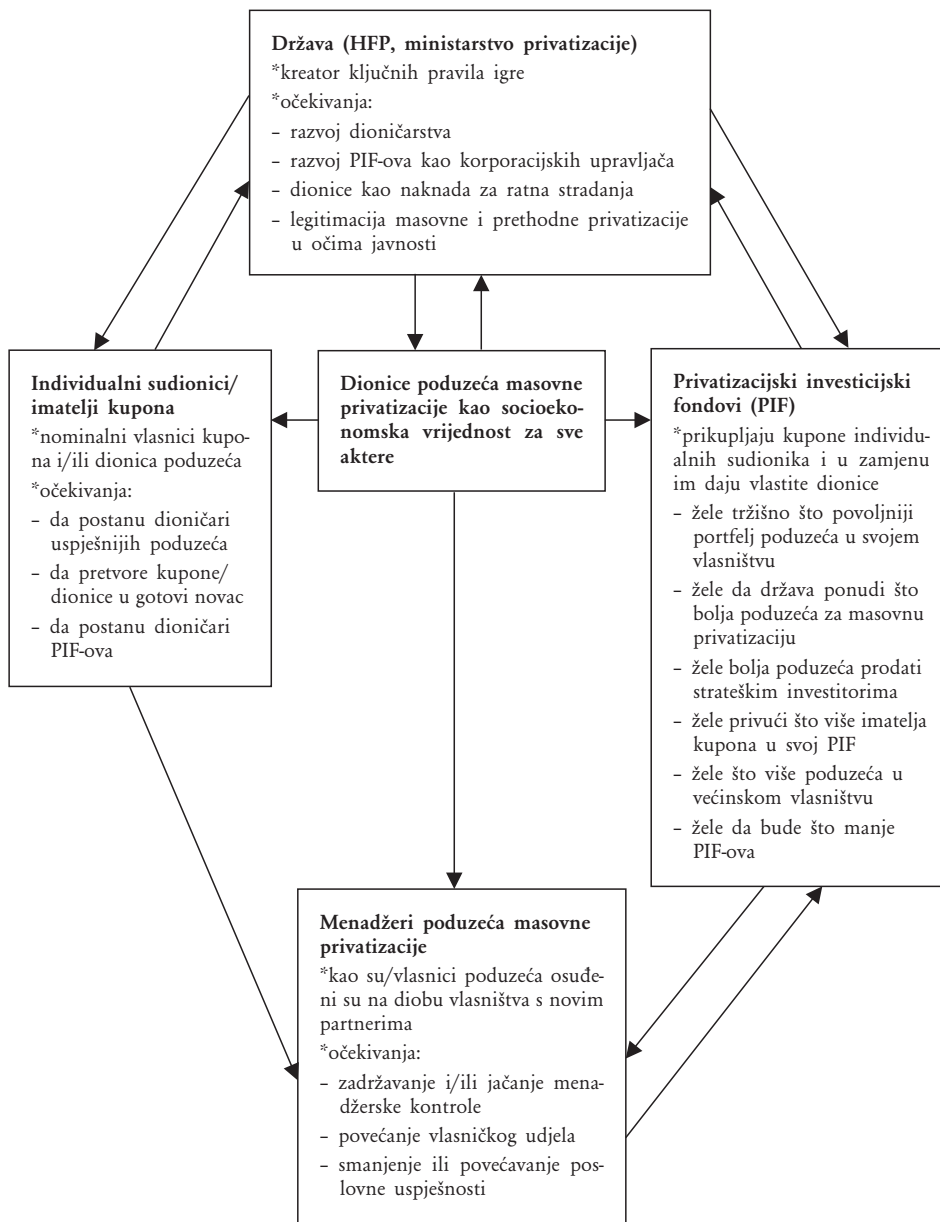
Kad je riječ o *individualnim sudionicima/imateljima kupona*, njihova percepcija masovne privatizacije u bitnome ovisi o dva činitelja: o njihovu stavu prema dioničarstvu i privatizaciji uopće te o njihovoj materijalnoj situaciji. Načelno govoreći, individualni sudionici/imatelji kupona od masovne su privatizacije očekivali: a) pomoć u obliku gotovine, b) ostvarenje mogućnosti da pojedinačno postanu dioničari boljih/uspješnijih poduzeća, ili c) da postanu dioničari PIF-ova koji bi s vremenom uvećali vrijednost dionica za vlastite dioničare.⁵ Naši podaci pokazuju da imatelji kupona nisu a priori protiv dioničarstva kao takvoga. Oni su prema njemu sumnjičavi ne samo zbog “lošeg sjećanja na privatizaciju” već i zbog svoje objektivne socijalne zbilje. Izbjeglički status (64 posto više od sedam godina živi u izbjeglištvu!) i niska primanja kućanstava kao strukturalne varijable određuju njihovu sklonost ka “gotovini ovdje i sada”, a dionice su za golemu većinu tek neizvjesne “vrijednosnice neke daleke budućnosti”.

Država (vladajuća struktura) je na eksplicitnoj/sluzbe-noj razini imala također neka očekivanja od masovne privatizacije. U najmanju ruku željela je novi razvoj dioničarstva (na razini pojedinaca i institucionalnih aktera) i tržišta kapitala smanjenjem portfelja HFP-a i kotiranjem PIF-ova na burzi. Cinično pak promatrajući, gleda li se na ekonomsku ne/uspješnost poduzeća s popisa za masovnu privatizaciju, proizlazi da se država htjela riješiti i dijela vrlo loših poduzeća. Osim toga, dionicama u funkciji i djelomične naknade za ratna stradanja trebala se osigurati šira podrška javnosti ne samo sadašnjem projektu kupon-ke privatizacije već, makar postfestum, i dosadašnjem modelu privatizacije općenito.⁶

S druge strane, *društva za upravljanje privatizacijskim investicijskim fondovima* od samog su početka projekta polazila od vlastitih ekonomskih i vlasničkih interesa. Njihova je ocjena privatizacije uglavnom ovisila o dva temeljna činitelja: o procjeni kvalitete poduzeća ponuđenih od države za kuponsku privatizaciju i o broju kupona koje su mogli prikupiti u dražbovnim krugovima i na druge dopuštene načine. Fondovi po definiciji prikupljaju kupone individualnih sudionika i u zamjenu za njih daju im vlastite dionice; oni formiraju tržišno što povoljniji portfelj poduzeća masovne privatizacije u svojem vlasništvu. Nastoje razvojem posebnih strategija korporacijskog upravljanja postići: a) brzu optimalizaciju portfelja, b) što bržu prodaju boljih (“unovčljivih”) poduzeća strateškim investitorima. Dakle, PIF-ovi su imali sljedeća očekivanja i ciljeve: da im država ponudi što atraktivnija poduzeća za mogući portfelj poduzeća, da privuku što više imatelja kupona u svoj PIF, da osvoje što veće vlasničke udjele u “boljim poduzećima” i da bude – radi manje konkurencije – što manje PIF-ova.

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

Imajući u vidu dosadašnje privatizacijsko iskustvo (i određena parcijalna istraživanja – Čengić, 1995, 1998) *polazimo od hipoteze da u većini poduzeća masovne privatizacije postoji ovaj ili onaj oblik menadžerske kontrole, često praćen i su/vlasničkim statusom rukovodećih ljudi poduzeća u tim istim poduzećima*. Suočeni s nadolazećom neizvjesnošću u pogledu načina djelovanja novih (institucionalnih) vlasnika menadžeri će razviti različite strategije obrambenog ponašanja u kojima će moguće povećanje su/vlasničkih udjela imati važno mjesto. Prema tome, pretpostavljamo da su menadžeri poduzeća kuponske privatizacije bili ponajprije zabavljeni sljedećim, za njih važnim temama: *kako sačuvati i/ili ojačati menadžersku kontrolu poduzeća i opstati pod novim vlasničkim uvjetima, kako povećati vlastiti su/vlasnički udjel u poduzećima, pogotovo ako je on i dalje jedan od temelja njihove profesionalne legitimacije u tim poduzećima*. I posve na kraju: iznova su suočeni i s problemom povećavanja poslovne uspješnosti poduzeća kojima rukovode jer će se od njih



Shema 1.
 Glavni akteri masovne privatizacije u Hrvatskoj: uloge i očekivanja

tražiti veća poslovna uspješnost i brže smanjenje troškova no što je bio slučaj u vrijeme mirnodopske "rentijerske sinekure" (Ostović, 1999).

U odnosu na imatelje kupona, koji su posebna kategorija stanovništva i kao takvi vrlo specifičan akter masovno-privatizacijskog projekta, akter koji dugoročno u tome

projektu može dobiti, ali može vrlo malo izgubiti osim eventualno nekih iluzija, menadžeri poduzeća su, uz društva za upravljanje PIF-ovima i menadžere PIF-ova, jedan od “najranjivijih” aktera projekta. Jedino bi oni masovno-privatizacijskim projektom mogli mnogo toga izgubiti u odnosu na dosadašnju situaciju.

Menadžeri: socioprofesionalni profil i poželjna vlasnička struktura poduzeća

Kad je riječ o percepciji dosadašnje privatizacije, menadžeri dijele u biti istu sliku privatizacijskih učinaka s imateljima kupona. I jedni i drugi izrazito je negativno ocjenjuju. Prema mišljenju menadžera i imatelja kupona, privatizacija je uglavnom dovela do bogaćenja malog broja ljudi bez suvišnog rada ($m = 4.18$, odnosno $m = 4.16$, na ljestvici od 1 do 5) i do popune državnog proračuna ($m = 2.79$, odnosno $m = 3.00$). Dok imatelji kupona među prvih pet ostvarenih ciljeva privatizacije, osim spomenutih, ubrajaju još i razvoj političkih sloboda svih građana u zemlji, porast broja dioničara među običnim građanima i ulaganje stranog kapitala u naša poduzeća, menadžeri ističu: mogućnosti za stjecanje zarade/profita, određenje vlasnika radi boljeg upravljanja poduzećima i postizanje što boljeg vlasničkog položaja u društvu. Kazano drukčije, i menadžeri s izrazitim stupnjem slaganja – poput stradalnika – na prvo mjesto među (ne)željenim posljedicama privatizacije stavljaju socijalno posve *dezintegracijski proces, zapravo proces proizvodnje nove bogataške elite bez naporna rada. No, menadžeri ističu da je privatizacija ipak dala novu legitimitet zarađivanju (profitu), jasnije odredila vlasnike poduzeća (nakon formalno bezvlasničkog “samoupravnog modela”) te stvorila bolje šanse za postizanje poželjnih vlasničkih položaja u društvenoj strukturi.* Ovaj je nalaz sukladan našim ranijim istraživanjima (Čengić, 1995) i potvrđuje tezu da menadžeri, uz sve moguće zamjerke privatizaciji, prihvataju one aspekte privatizacije koji dodatno legitimiraju njihovu menadžersku i su/vlasničku ulogu.⁷

Kontekst menadžerskih odgovora donekle oslikavaju sljedeći podaci o poduzećima kojima rukovode.

1. Javno poduzeće/ustanova	0,0
2. Neprivatizirano poduzeće u državnom vlasništvu	10,3
3. Mješovito poduzeće (dijelom privatizirano)	69,2
4. Posve privatizirano/privatno poduzeće	18,8
5. Ostalo	1,7

Tablica 4.
 Struktura poduzeća anketiranih
 menadžera prema tipu
 vlasništva (%)

Prema očekivanju, riječ je o dijelom privatiziranim poduzećima (gotovo 70 posto ima mješovitu vlasničku strukturu, a 10,3 posto su klasična državna poduzeća). Zanimljivo je da 18,8 posto menadžera misli da je njihovo poduzeće posve privatizirano; to tumačimo mogućnošću da su u njima vlasnički udjeli države/državnih fondova tako mali da se može smatrati već da su klasična privatna poduzeća. No, i kao takva našla su se na popisu poduzeća HFP-a za kuponsku privatizaciju.

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

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

Prema *tipu su/vlasničkog statusa* u poduzećima kojima rukovode oni u velikoj (dvotrećinskoj) većini imaju određen, mahom manjinski su/vlasnički status. Time je potvrđena naša uvodna hipoteza - da je većina menadžera svoj rukovodeći status u privatizaciji htjela dodatno ojačati određenim su/vlasničkim udjelima. Kao što se vidi, relativ-

na većina menadžera ima dionice koje im ne omogućuju većinsku kontrolu poduzeća. Među njima nalazimo svega 6,9 posto ispitanika koji imaju većinsku kontrolu poduzeća/tvrtke (6,0 posto), odnosno potpunu vlasničku kontrolu poduzeća/tvrtke (0,9 posto).

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

Tablica 5.

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

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

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

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

Tablica 6.
 Struktura menadžera prema su/vlasničkom statusu u poduzećima (%)

Dioničari	Prosječni vlasnički udjel
1. Država i državni fondovi	49,4
2. Zaposleni radnici (bez menadžera)	24,9
3. Pojedinač - većinski vlasnik	10,3
4. Mali dioničari izvan poduzeća	5,7
5. Menadžeri	4,7
6. Domaće banke	3,1
7. Inozemni vlasnici	1,7
8. Ostalo	4,6

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

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

Tablica 7.
 Stupanj utjecaja pojedinih aktera na poslovnu politiku poduzeća pri sadašnjoj vlasničkoj strukturi (prosječne vrijednosti)

	M
1. Menadžer osobno	3.82
2. Menadžerska ekipa	3.74
3. Nadzorni odbor d.d.	3.29
4. Državni i zakonodavni propisi	3.18
5. Banke	2.48
6. Zaposleni radnici	2.13
7. Kuponska privatizacija	2.07
8. Skupština dioničara	2.02
9. Sindikati	1.82
10. Političke grupe u okolini poduzeća	1.56
11. Udruga malih dioničara	1.55

Zanimljiva su ovdje još dva podatka. Naime, državni i zakonodavni propisi relativno u visokoj mjeri utječu na poslovno ponašanje anketiranih menadžera ($m = 3.18$); ovdje je vjerojatno riječ o neposrednom utjecaju brojnih zakonskih i pratećih propisa koji su regulirali određene uvjete poslovanja za ta poduzeća i prije propisa koji su odredili ključna institucionalna “pravila igre” u projektu masovne privatizacije. Takvu interpretaciju podržava i vrlo nizak stupanj utjecaja kuponske privatizacije na trenutačnu poslovnu politiku poduzeća ($m = 2.07$).

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

Naziv faktora	Varijable	Vrijednosti	Varijanca (%)
1. Interesna okolina	sindikati	.82	35,2
	državni i zakonodavni propisi	.73	
	banke	.72	
	političke grupe u okolici poduzeća	.71	
	masovna privatizacija	.54	
2. Dioničarska kontrola	skupština dioničara	.83	11,7
	nadzorni odbor dioničkog društva	.74	
	udruga malih dioničara	.61	
	zaposleni radnici	.53	
3. Menadžerska kontrola	menadžer osobno	.80	11,0
	menadžerska ekipa	.76	

Napomena: (zasićenja $<.40$, varimax rotacija, uz Kaiserovu normalizaciju, 57,9 posto od ukupne varijance)

Kao što vidimo, sadašnji uvjeti poslovanja, veze s poslovnim partnerima i bankama, prethodni “aranžmani” poduzeti za preuzimanja poduzeća i određenih su/vlasničkih udjela, sadašnja vlasnička struktura i upravljački “know-how” odražavaju se u tri ključna činitelja poslovne politike poduzeća masovne privatizacije. Za jedan dio menadžera sadašnji su poslovni potezi pod najvećim utjecaj-

Tablica 8.
Činitelji poslovne politike –
faktorska struktura

jem strukture interesa iz poduzeća i okoline poduzeća (sindikati, propisi, banke, političke grupe u okolini poduzeća, utjecaj masovne privatizacije). Ta je interesna struktura povezana vjerojatno i s izrazito lošim poduzećima (što onda izaziva jače djelovanje sindikata i banaka kao vjerovnika), ali i s bolje stojećim poduzećima (prema kojima određene su/vlasničke interese mogu imati lokalne političke elite u okolini poduzeća).

S druge strane, tu su još i poduzeća u kojima su ključni činitelji poslovne politike dioničari (drugi faktor) te menadžeri. Prema tome, uočena faktorska struktura potvrđuje da su u većem broju poduzeća prisutne vlasnička i menadžerska kontrola poslovanja, a u jednom je broju poduzeća poslovna politika pod utjecajem različitih (drugih) interesnih struktura. Ulazak PIF-ova kao novih vlasnika u takva poduzeća i nametanje nekih novih “pravila poslovanja” već u početku znači latentan sukob s tim “nositeljima ukorijenjenih interesa”.

Ako je utjecaj menadžera već tako velik u našim poduzećima, znači li to da su oni posve zadovoljni postojećim vlasničkim udjelima? Misle li da bi “buduće potrebe razvoja poslovanja” u njihovu poduzeću zahtijevale drukčiju vlasničku strukturu? Odgovore na ta pitanja daje sljedeća tablica.

Tablica 9.
Sadašnji i poželjni vlasnički udjeli pojedinih vlasnika u anketiranim poduzećima (prosječni postotci vlasništva nad dionicama)

Dioničari	Prosječni vlasnički udjel u %		+/- %
	Sada	Poželjna u budućnosti	
1. Država i državni fondovi	49,4	5,8	-43,6
2. Zaposleni radnici (bez menadžera)	24,9	24,9	0
3. Pojedinaac – većinski vlasnik	10,3	26,7	+16,4
4. Mali dioničari izvan poduzeća	5,7	9,4	+3,7
5. Menadžeri	4,7	23,8	+19,1
6. Domaće banke	3,1	8,0	+4,9
7. Inozemni vlasnici	1,7	16,0	+14,3
8. Ostalo	4,6	3,6	-1,0

Prvo, lako ćemo primijetiti da *će masovna privatizacija izlaziti u susret željama većine menadžera: uklonit će državu u ulozi većinskoga vlasnika*. U ovoj situaciji to je istodobno i želja države same, jer je to jedan od razloga projekta masovne privatizacije. Država bi s prosječnih gotovo 50,0 posto vlasničkog udjela trebala pasti na 5,8 posto vlasništva. Time bi njezina, u mirnim vremenima pogodna, a u kriz-

nim situacijama često i neugodna vlasnička kontrola bila prepuštena nekim drugim akterima. Kome? Najkraći odgovor bi, pretpostavljamo, bio: menadžerima i mogućim partnerima u poželjnim savezima.

To sudimo prema ovim podacima: a) su/vlasnici čiji bi dioničarski udjel trebao najviše rasti su upravo menadžeri; njihov bi su/vlasnički udjel sa sadašnjih prosječnih 4,7 posto trebao porasti na prosječnih 23,8 posto (za 19,1 posto); b) nakon menadžerskoga, trebao bi znatno porasti i su/vlasnički udjel pojedinaca – većinskih vlasnika: s prosječnih 10,3 posto na prosječnih 26,7 posto, dakle za prosječno 16,4 posto; napokon, udjel inozemnih vlasnika također bi trebao značajnije porasti: sa sadašnjih prosječnih 1,7 posto na 16,0 posto (porast za prosječnih 14,3 posto). Ti podaci nukaju i na neka druga pitanja. Primjerice, što znači naglašavanje pojedinca kao većinskog vlasnika? Je li ta “čežnja” za većinskim vlasnikom tek pokušaj smanjenja transakcijskih troškova unutar poduzeća, jer složenija vlasnička struktura zahtijeva više i vremena i energije za usuglašavanje interesa i poslovnih (pragmatičkih i taktičko-strateških) poteza? Ili je u pitanju pribavljanje novog i jakog saveznika koji bi među radne dijelove poduzeća (zaposlenici) lakše uveo red, rad i disciplinu umjesto menadžera? I u toj varijanti upravljanje bi bilo olakšano, a negativne konotacije takvog stila upravljanja lakše bi se prebacile na novog vlasnika.

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

Ostaje otvoreno pitanje što će se dogoditi ako se u ulozi većinskog pojedinačnog vlasnika umjesto pojedinca nađu PIF-ovi? Hoće li i oni biti podobni partneri za velike saveze unutar tvrtka ili će izazvati konsternaciju u menadžerskim redovima? Tim više što će PIF-ovi biti prisiljeni od početka osmisliti vlastite portfelje s obzirom na mogućnosti prodaje pojedinih poduzeća i s obzirom na mogućnosti smislenoga upravljanja preostalim poduzećima u njihovu portfelju. I fondovi će se susresti s problemom pronalaska platežno sposobnih kupaca za dio svojih poduzeća; pitanje je hoće li ih naći na domaćem tržištu ili u inozemstvu? Kad ih i pronađu, a to će s obzirom na unovčljivost pojedinih poduzeća biti vrlo teško, postavit će se ponovno pitanje primjerene vlasničke strukture. Pitanje je, naime, kad se i

nađe kupac za pojedino poduzeće, hoće li ga on htjeti kupovati bez mogućnosti stjecanja većinske kontrole?

Novi vlasnik i očekivani potezi

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

Tablica 10.
Utjecaj kuponske privatizacije
na vlasničku strukturu
poduzeća (%)

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

Većina menadžera (51,2 posto) smatra da će ipak doći do koncentracije vlasništva u rukama novih vlasnika. Po njihovom mišljenju, bit će to u većini slučajeva vlasnička koncentracija u obliku pojave nekolicine novih vlasnika, a tek iza toga dolaze slučajevi u kojima će se vlasništvo koncentrirati u rukama samo jednoga čovjeka. Teza o nastupajućoj koncentraciji vlasništva nad dionicama poduzeća pokazuje da bi proces upravljanja tvrtkom (nadzor dioničara nad upravom) mogao biti nešto jednostavniji i jači, jer ne bi zahtijevao dugačak proces usklađivanja interesa brojni(ji)h suvlasnika kao sada. Istodobno, prognoza da bi većina poduzeća završila u rukama nekolicine novih vlasnika, a u mnogo manje slučajeva u rukama pojedinaca, znači da za preuzimanje poduzeća treba dosta kapitala. Taj kapital lakše će pribaviti udruženi preuzimatelji nego li (kapitalom) osamljeni pojedinci. Zanimljivo je da 28,2 posto menadžera misli da će vlasnička struktura ostati približno ista, a 10,3 posto misli da će doći do još većeg usitnjavanja vlasničke strukture. Prema tome, zaključno možemo reći da većina menadžera (61,5 posto) očekuje značajnije promjene vlasničke strukture, pri čemu je najizglednije da će doći do koncentracije vlasništva u rukama nekolicine vlasnika.

No, tko bi zapravo imao najveći vlasnički udjel u poduzećima nakon masovne privatizacije? Valja reći da percepcija nove vlasničke strukture obuhvaća već i post-fondovsko razdoblje, tj. razdoblje u kojem će fondovi dio poduzeća iz vlastita portfelja prodati nekome od potencijalnih kupaca, bilo strateških bilo portfolio ulagača. Prvo što uočavamo jest relativna raznolikost moguće (nove) vlasničke strukture (tablica 11). Ne može se reći da je i jedan od mogućih novih vlasnika dominantan. Drugo, uočljivo je da gotovo jedna petina anketiranih menadžera misli da će novi, većinski vlasnici doći iz nove hrvatske poduzetničke elite: 13,7 posto izjavljuje da će to biti netko od velikih hrvatskih poduzetnika, a 11,1 posto da će to biti netko od lokalnih poduzetnika.

1. Zaposleni radnici	5,1
2. Zaposleni radnici i menadžeri poduzeća	11,1
3. Samo menadžerska ekipa poduzeća	2,6
4. Netko od lokalnih poduzetnika	11,1
5. Netko od velikih hrvatskih poduzetnika	13,7
6. Neka od domaćih banaka	4,3
7. Država/državni fondovi	0,9
8. Inozemni vlasnik	7,7
9. Investicijski fondovi	13,7
10. Netko drugi	4,3
11. Neće doći do koncentracije vlasništva	15,4
12. Nismo predviđeni za kuponsku privatizaciju	4,3

Tablica 11.

Menadžerska slika novih (većinskih) vlasnika poduzeća (%)

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

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

Tablica 12.

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

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

Ovdje se sada susrećemo s jednim važnim pitanjem: zamislimo li za trenutak da među novim vlasnicima neće dominirati menadžerske grupe i radnici, koji će biti prvi potezi novoga vlasnika?

Tablica 13.
Posljedice pojave novog
većinskog vlasnika na
poduzeće kao cjelinu (%)

1. Vlasnička struktura neće se bitno mijenjati	26,5
2. Biti će ugroženi sadašnji poslovni planovi poduzeća	21,4
3. Mogla bi se ugroziti sigurnost postojećih radnih mjesta	38,5
4. Doći će do promjene cijele uprave	17,9
5. Novi vlasnik će donijeti novi kapital u poduzeće	14,5
6. Doći će do promjene samo čelnih ljudi uprave	20,5
7. Provođit će se pritisak na menadžere da prodaju svoje vlasničke udjele	3,4
8. Poslovna autonomija uprave bit će onemogućena	24,8
9. Porast će utjecaj interesnih grupa izvan poduzeća na poslovnu politiku poduzeća	24,8
10. Nešto drugo	10,3

Prema mišljenjima anketiranih menadžera na prvom mjestu, kad je riječ o poduzeću kao poslovnoj cjelini, može se očekivati da će novi vlasnik/vlasnici: ugroziti sigurnost postojećih radnih mjesta, onemogućiti poslovnu autonomiju uprave i dovesti do većeg utjecaja interesnih grupa izvan poduzeća na poslovnu politiku poduzeća (tablica 13). Jasno, iz te perspektive bit će ugroženi i sadašnji poslovni planovi poduzeća, a vjerojatno će se mijenjati čelni ljudi uprava ili čak i kompletne upravljačke grupe.⁸

I u odgovorima na to pitanje 26,5 posto ispitanika izjavljuje da se vlasnička struktura neće bitno mijenjati. Gledano u cjelini, *podaci menadžera sugeriraju da bi novi vlasnici mogli bitno smanjiti, a u nekim situacijama i posve ukloniti, kontrolu poduzeća od sadašnjih menadžerskih grupa.* Zanimljivo je da menadžeri ne očekuju da će se na njih činiti pritisak radi moguće prodaje njihovih vlasničkih udjela u poduzećima; vjerojatno zato što su to razmjerno maleni vlasnički udjeli koji novim vlasnicima bitno ne bi onemogućavali nametanje njihova, novoga stila upravljanja u tim poduzećima.

Kad se isti problem promotri *iz osobnoga kuta, pojava novoga većinskog vlasnika odražava se na rukovođenje poduzećem, barem za dio menadžera, na pomalo iznenađujući način. Menadžeri u prosjeku ističu da će se u nešto većoj mjeri pojačati učinkovito rukovođenje ljudima, a u svemu ostalome (sigurnost njihova radna mjesta, njihova uloga u poslovnom odlučivanju te kontrola poslovanja poduzeća) njihova će profesionalna uloga biti sve ugroženija.*

	M
1. Učinkovito rukovođenje ljudima	2.09
2. Veličina vlasničkog udjela	1.93
3. Kontrola poslovanja poduzeća	1.75
4. Uloga u poslovnom odlučivanju u poduzeću	1.61
5. Sigurnost radnog mjesta	1.51

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

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

Te podatke možemo objasniti sljedećim hipotezama:
a) mnogo veći dio menadžera, no što izgleda prema njihovim iskazima, ipak računa da će, kao namjesnik novoga vlasnika, moći ali i morati rabiti nove, efikasnije metode rukovođenja ljudima, služeći se pri tome i mogućim strahom zaposlenih od poteza toga istoga novoga vlasnika; iz toga bi slijedilo da je u dobrom dijelu poduzeća prije masovne privatizacije vladao prešutni ("neka ide kako ide i dok ide") savez između menadžera, radnika i formalnih

Tablica 14.

Utjecaj novoga vlasnika poduzeća na ključne aspekte menadžerske uloge

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

Menadžerska percepcija ponašanja PIF-ova kao mogućih većinskih vlasnika ipak je u vrijeme izvedbe našega istraživanja (ljetno 1998) bila još u zoni velike magle (tablica 15). Naime, uzmemo li njihove ocjene ponašanja PIF-ova kao većinskih vlasnika u cjelini, primijetiti ćemo da njihove prognoze u prosjeku nisu temeljene na velikom stupnju izvjesnosti: najviša prosječna ocjena po pojedinim odgovorima/ocjenama na ljestvici od 1 do 4 doseže tek 2.50!

Tablica 15.
Percepcija politike PIF-ova kao većinskih vlasnika nakon preuzimanja poduzeća (% i M)

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

To znači sljedeće: u prosjeku naši ispitanici još uvijek nagađaju što će biti realni potezi PIF-ova kao većinskih

vlasnika. To i nije čudno, jer su se prvi kontakti menadžera s PIF-ovima kao novim vlasnicama dogodili tek nakon zadnjeg dražbovnog kruga, u rujnu i listopadu 1998. godine. Faktorska analiza pokazuje da su iza tih odgovora skrivene *dvije bitne ideje: ideja o zamjeni postojećih uprava uz povećanje vlasničkih udjela u poduzećima od PIF-ova i ideja o ozbiljnoj dijagnozi stanja u poduzećima uz pomoć sadašnjih uprava* (zasićenja >.40, varimax rotacija, ukupno objašnjavaju 57,4 posto varijance).

Smatramo li da je bolja i ovakva prognoza no nikakva, možemo reći da će, po mišljenju menadžera, PIF-ovi sljediti određenu vlasničku logiku u svojem ponašanju. S relativno najvećom sigurnošću može se predvidjeti da će prvo ići na ozbiljniju dijagnozu stanja u poduzećima uz pomoć sadašnjih uprava ("posve izvjesno": 21,4 posto, $m = 2.50$), zatim na pregovore s drugim PIF-ovima radi povećanja svojih vlasničkih udjela u poduzećima iz portfelja ("posve izvjesno": 19,7 posto, $m = 2.48$); nakon toga, pretpostavljaju naši ispitanici, vjerojatno će ići na ciljano restrukturiranje pojedinih poduzeća ("posve izvjesno": 20,5 posto, $m = 2.44$). S najmanjom se izvjesnošću pretpostavlja(lo) da će PIF-ovi kao novi vlasnici prodati svoje vlasničke udjele strateškim ulagačima ("posve izvjesno": 21,45 posto, $m = 2.36$) i da će dovesti u poduzeća nove uprave ("posve izvjesno": 12,8 posto, $m = 2.39$).

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

Što su dobili privatizacijski investicijski fondovi?

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

Kao što znamo, u prvom je krugu uspješno dražbovano 116 poduzeća/trgovačkih društava, u drugome 68, da bi najveći broj poduzeća bio "osvojen" u zadnjem dražbovnom krugu: 287 poduzeća. U toj fazi više nije bilo uzmicanja: valjalo je igrati sa svim preostalim bodovima, inače bi propali. U sva tri kruga ukupno je dražbovano 471 poduzeće/trgovačko društvo. Brojčano najveće portfelje proizašle iz masovne privatizacije imaju Dom Fond (341) i Pleter (301), a iza njih slijede: Slavonski PIF (259),

Sunce (234), SNF (197), Velebit (142) i – s najmanjim portfeljom s obzirom na broj društava – Expandia (61). I službeni podaci (HFP) i dodatne analize (Čengić, 1998b; Bodenhofer, Prohaska, Vehovec, 1999; Ostović, 1999) pokazuju da su PIF-ovi, neovisno o vlastitim željama, vrlo disperzivno ulagali stečene kupone (usp. tablicu 16). Ta strategija ulaganja prikupljenih kupona već na početku omogućuje stjecanje većinskih vlasničkih udjela u poduzećima i bilo kakvo radikalno utjecanje na ponašanje “unutarnjih aktera” u poduzećima.⁹

Tablica 16.
Privatizacijski investicijski
fondovi prema broju
prikupljenih kupona (%)

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

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

Prema očekivanju, menadžeri PIF-ova najmanje su zadovoljni s tržišnom kvalitetom poduzeća ponuđenih u masovnoj/kuponskoj privatizaciji (na ljestvici od 1 do 5 kvaliteta ponuđenih poduzeća dobila je jedva prolaznu ocjenu: prosječno dvojku) te s kvalitetom vlastita portfelja. Zanimljivo je da je od istih sugovornika HFP dobio nešto veću ocjenu za svoje djelovanje no što je dobio popis poduzeća koje je taj isti HFP dao za masovnu privatizaciju. To tumačimo s dva razloga. Prvo, društva za upravljanje fondovima i menadžeri PIF-ova svjesni su da ponuđena lista poduzeća ipak predstavlja realni odraz hrvatskoga gospodarstva ovoga trenutka; kako među njima nije moglo biti javnih poduzeća (ostavljenih za iduću fazu privatizacije), prihvaćena je teza da valja uzeti ono što je ponuđeno i u okviru takve ponude izboriti za sebe najbolje što se može.

Drugi je razlog vjerojatno u tome da je HFP pokazivao u svojem radu, također svjestan brojnih loših strana svoje liste poduzeća, (ne)očekivanu fleksibilnost i razumijevanje za neke zahtjeve PIF-ova. Primjerice, već poslije prvoga kruga dražbovanja privatizacijski investicijski fondovi su zatražili, a HFP i Ministarstvo privatizacije prihvatili, sudjelovanje PIF-ova u upravljanju društvima s liste,

sukladno rezultatima dražbovanja i prije stvarnog prijenosa dionica PIF-ovima te njihove uknjižbe u knjigu dionica. Takva se praksa provodila uglavnom u društvima u čijim je aktima predviđena mogućnost imenovanja do jedne trećine članova nadzornog odbora, pa je fond imao mogućnost zamjene svojega predstavnika u bilo koje vrijeme, s tim da mandat novoga člana počinje danom imenovanja. Taj je zahtjev PIF-ova bio razumljiv uzme li se u obzir trajanje cijelog procesa i nužnosti aktivnog sudjelovanja u upravljanju tvrtkama s popisa za masovnu/kuponsku privatizaciju.¹⁰

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

PIF-ovi kao institucionalni vlasnici

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

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

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

Tablica 17.
Percepcija ponašanja PIF-ova kao novih su/vlasnika poduzeća: prosječne ocjene menadžera PIF-ova i menadžera poduzeća iz portfelja (M-PIF, M-pod)

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

Zanimljivo je da se i menadžeri PIF-ova i menadžeri poduzeća slažu u jednoj točki: i po mišljenju jednih i po mišljenju drugih s najmanjom se izvjesnošću može očekivati da će PIF-ovi odmah sada (čitaj: u doglednoj budućnosti) mijenjati sadašnje uprave poduzeća.

Zbog brojnih razloga to je za PIF-ove u ovome trenutku rizičan potez (nepoznavanje funkcioniranja poduzeća i uvjeta u kojima posluje, drugi aspekti informacijske asimetrije između agenta i principala, nepostojanje “zamjenjskih” upravljačkih ekipa itd.). No, trenutačni status quo u pogledu ne/smjenjivanja sadašnjih uprava ne znači da će takvo stanje ostati i u dužem vremenskom razdoblju.¹¹

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

I na kraju, ali iznimno važno, PIF-ovi nailaze na brojne probleme povezane s trenutačnim ponašanjem dijela menadžera, koji pružaju izraziti (što otvoreni što prikriveni) otpor novim vlasnicima. Obrambene menadžerske strategije uključuju širi skup mjera kao što su: "sustavno obezvređivanje imovine poduzeća", "ubrzana prodaja imovine u poduzećima", "ne/prihvatanje fondova kao novih vlasnika - kroz onemogućavanje djelovanja u nadzornim odborima poduzeća, onemogućavanje uvida u financijsko poslovanje i sustavno izbjegavanje revizorskih izvješća", "poticanje netransparentnosti poslovanja", "relativno jak otpor zaposlenih prema PIF-ovima kao vlasnicima" te prepuštanje PIF-ovima da se bave tekućom problematikom u poduzećima.

Uviđajući da PIF-ovi moraju kako-tako biti prisutni u poduzećima, većina ih je odmah nakon dogovora sa HFP-om i Ministarstvom privatizacije gdje god je mogla postavila svoje ljude u nadzorne odbore poduzeća iz portfelja. Pri tome se slijedi sljedeći obrazac ponašanja: a) u najvažnija (do desetak) poduzeća iz portfelja u nadzorne odbore ulaze ljudi iz PIF-ova i društava/financijskih institucija koje su ih osnovale; neki od intervjuiranih priznaju da su im njihovi osnivači i "podržavajuće institucije" (banke) vrlo važan izvor ljudi koji ulaze u nadzorne odbore najvažnijih i najkritičnijih poduzeća; b) u jedan dio poduzeća kao članovi nadzornih odbora ispred PIF-ova kooptiraju se profesionalci - stručnjaci (konzultanti) za određene tipove proizvodnje; riječ je ovdje o specifičnim poduzećima u kojima se traže posebna znanja da bi se odlučivalo o određenim proizvodnim programima i na profesionalni način procjenjivala poslovna ne/uspješnost određenih poslovnih poteza sadašnjih uprava poduzeća.

Menadžeri PIF-ova načelno shvaćaju da "svako poduzeće zahtijeva zaseban pristup, ovisno o razlozima ulaska u suvlasništvo, no svjesni su da za takav pristup nemaju niti dovoljno vremena niti dovoljno kvalitetnih ljudi za nadzorne odbore poduzeća". Ovdje je važno istaknuti da i naši PIF-ovi nailaze na jedan od temeljnih problema kad je riječ o ponašanju takvih fondova u privatizacijskim projektima: koja je njihova temeljna svrha? Jesu li oni jedna vrsta holdinga koja je osnovana samo radi restrukturiranja u portfelj preuzetih poduzeća ili su tek trgovci koji što brže moraju dio portfelja rasprodati da bi podigli cijenu vlastitih dionica i pripremili se za kotiranje na burzi? Prema našim podacima, u svega dvadesetak poduzeća započeti su ozbiljniji procesi restrukturiranja poslovnih sustava, i to uglavnom samostalno i (u manjoj mjeri) s domaćim ulagačima. U odnosu na situaciju krajem 1998. godine, ovdje je došlo do jasnije "pro-trgovačke evolucije" u

razmišljanjima menadžera fondova. Gotovo svi intervjuirani u proljeće 1999. godine iskazuju želju da što prije prodaju “najveći mogući broj poduzeća”. Ta je politika sveopće (ras)prodaje posve sukladna gotovo usputnoj napomeni jednoga našeg sugovornika koji je napomenuo “da je osnovno sljedeće: mi nismo holdinzi, prvenstvena funkcija nije nam upravljačka”. To znači da niti službena politika niti uprave većine od 471 poduzeća ne mogu računati (pa niti strahovati od njih!) na privatizacijske investicijske fondove kao na “posebne restrukturirajuće mehanizme”, odnosno kao važne agente u restrukturiranju dijela hrvatskih poduzeća.

Problem restrukturiranja poduzeća iz portfelja ne veže se samo uz upravljačke sposobnosti nekoga od fondova već i uz mogućnosti da u neka od poduzeća privuku strane ulagače. Dio naših sugovornika s pravom je istaknuo da pri tome valja razlikovati “strateškog ulagača” koji poduzećima donosi povećanje temeljnog kapitala, znanje i razvoj, od “portfeljnog ulagača” koji ulazi samo u dioničku strukturu poduzeća, ali bez aktivnog transfera znanja, kapitala i upravljanja. Za sada većina fondova govori tek o načelnim kontaktima/ponudama nekih inozemnih ulagača kao “strateških partnera” za ulaganja u neka od poduzeća iz portfelja. Svega je nekoliko intervjuiranih menadžera istaknulo da imaju ponude vrlo ozbiljnih ulagača; riječ je o različitim kategorijama mogućih strateških partnera kao što su velike (multinacionalne) proizvodne tvrtke, financijske korporacije te različiti investicijski fondovi (ovi posljednji su uglavnom portfeljni ulagači). Istodobno, prema novijim podacima (zadnji intervjui 1999) dva su fonda prodala više od dvadesetak, uglavnom manjih, poduzeća domaćim kupcima. Desetak poduzeća kupili su menadžeri, i to za gotov novac (klasične MBO operacije), a dio je poduzeća pokupovan od domaćih poduzetnika koji su njihovom kupovinom zaokruživali poslovne sustave ili se pak širili unutar domaćega tržišta.

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

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

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

Što se tiče novih institucionalnih vlasnika, čini se da njihovu pojavu u masovnoj privatizaciji obilježava nekoliko crta. Prvo, PIF-ovi su uspješno obavili svoju ulogu “skupljača” privatizacijskih kupona (bodova). Od ukupne ponude privatizacijskih bodova (1.608.664.445) pojedinci su u tri kruga privatizacijskih dražba zadržali za individualna nadmetanja za poduzeća 89.004.947 bodova ili 5,53 posto. Time su se u izrazitom broju pojavili na sceni kao novi su/vlasnici poduzeća. Drugo, ukupna izvedba masovno-privatizacijskog projekta onemogućila je na početku dražbovnih krugova da PIF-ovi relativno brzo stječu većinske

su/vlasničke udjele u dražbovanim poduzećima. Istodobno, riječ je o poduzećima – prema mišljenjima menadžera PIF-ova – u cjelini lošega poslovanja i još lošijih poslovnih rezultata. To im je na strukturalnoj razini onemogućilo brže i odlučnije djelovanje u poduzećima, usporilo vlasnički autoritativne kontakte s upravama poduzeća i ozbiljnije nalaženje mogućih strateških ulagača za (još uvijek) bolje stojeća poduzeća u njihovom portfelju. I taj je moment pogodovao razvoju pljačkaških stilova ponašanja u dijelu od PIF-ova formalno preuzetih poduzeća. Istodobno, postavljena pravila igre pogodovala su u ovoj fazi suradničkim oblicima ponašanja između fondova.

Treće, gotovo svi privatizacijski fondovi odabrali su u pogledu svojega portfelja poduzeća u duljem vremenskom razdoblju zapravo “strategiju izlaza” (exit strategy). To znači da bi svi željeli što prije prodati poduzeća mogućim ulagačima – bilo domaćima bilo stranim. Imamo li u vidu da je jedan od službenih ciljeva masovne privatizacije bio taj da se PIF-ovi javljaju kao “restrukturirajući mehanizmi” u privatiziranim poduzećima, proizlazi da se PIF-ovi neće javiti dominantno u toj ulozi kako je zamišljena. Što zbog navedenih strukturalnih činitelja, što zbog ograničenog ljudskog potencijala kojim raspolažu, što zbog velikog broja loših poduzeća, PIF-ovi u ovom kratkom vremenskom razdoblju slijede istodobno nekoliko ad hoc načina djelovanja: a) ide se na ciljano restrukturiranje vrlo malog dijela boljih poduzeća iz portfelja (“poduzeća-zvijezde”), u suradnji s domaćim ili mogućim stranim ulagačima; moguće je da se ide i posve samostalno na restrukturiranje po nekoliko poduzeća, ako se očekuje nakon toga njihova bolja cijena na tržištu poduzeća i moguća zainteresiranost inozemnih ulagača za njih u nekom vremenu; b) poduzeća s vrlo malim su/vlasničkim udjelima, bez izvjesne tržišne vrijednosti i relativno male tržišne vrijednosti prodaju se zainteresiranim (uglavnom) domaćim kupcima, bilo da je riječ o upravama tih istih poduzeća ili domaćim poduzetnicima; c) u velikom broju “preostalih poduzeća” tek se obavlja “primarna dijagnoza situacije”, traži se suradnja od uprava poduzeća i umanjuje strah od radikalnih poteza, ne bi li se barem na taj način spriječilo uništavanje poduzeća.

Teško je ovoga trenutka preciznije odgovoriti na pitanje: jesu li PIF-ovi i menadžeri poduzeća u trajnijem suradničkom ili neprijateljskom odnosu? Načelno govoreći, između njih postoji latentna, prigušena napetost koja je logična posljedica činjenice da će PIF-ovi, gdje god mogu, svoje mjesto ustupiti novim, većinskim vlasnicima poduzeća, no, i prije dolaska takvih vlasnika, zahtijevat će od postojećih uprava više standarde upravljanja i brže posti-

zanje pozitivnih rezultata. To više što je masa preuzetih poduzeća zatečena s lošim financijskim pokazateljima. Osim toga, i tamo gdje su PIF-ovi manjinski vlasnici, postavljat će u većem broju no prijašnji vlasnici možda neugodna pitanja o nekim prethodnim poslovnim potezima.

Za sada većina (menadžera) PIF-ova pokušava upravama poduzeća prići na konstruktivan način, jer su svjesni da od konflikata nema dugoročne koristi, pogotovo sada kad se još uvijek u većini poduzeća iz portfelja ne zna prava financijska, poslovna, radna i organizacijska situacija. Osim toga, želje menadžera za su/vlasništvom u poduzećima u kojima rade potiču kod jednog dijela menadžera suradničke oblike ponašanja u susretu s PIF-ovima. Navedene prodaje poduzeća sadašnjim upravama svjedoče da su MBO operacije dio aktivnih menadžerskih strategija u sadašnjim prilikama. Njima pogoduje i pozitivan stav PIF-ova prema menadžerskom su/vlasništvu u poduzećima. Naime, gotovo svi su intervjuirani menadžeri PIF-ova skloni većem udjelu menadžera u vlasničkoj strukturi poduzeća: jedna grupa ističe da bi taj udjel mogao ići od 5,0 posto do 10,0 posto su/vlasničkog udjela, a druga je grupa spremna menadžerima taj vlasnički udjel povećati i na 10,0 posto do 20,0 posto dionica, ovisno o veličini poduzeća. Prema tome, moguće povećanje menadžerskog su/vlasništva u sadašnjim poduzećima može poticajno djelovati na uprave poduzeća u smjeru boljeg poslovanja i na brže prihvaćanje nužnih promjena.

Upravo u tome području leži i zdrava zona obostranoga interesa, prema tome i mogućeg su/vlasničkoga i upravljačkoga kompromisa.

¹ U okviru tematskog istraživanja razvojnih i psihosocijalnih posljedica privatizacije, koje se radi za Ministarstvo znanosti i tehnologije RH, provedena su u 1998. godini dva velika empirijska istraživanja; prvim je ispitana percepcija privatizacije u hrvatskoj javnosti (anketirano je 1000 punoljetnih građana Hrvatske i 133 hrvatska povratnika iz inozemstva), a drugim je praćen proces masovne privatizacije u Hrvatskoj (ovdje je anketirano 1570 imatelja kupona, 124 menadžera poduzeća obuhvaćenih masovnom privatizacijom, a u dva maha obavljani su intervjui s menadžerima sedam privatizacijskih investicijskih fondova). Ovaj se rad uglavnom oslanja na podatke iz zadnjega istraživanja (usp. Skupina autora, 1998. i Čengić i suradnici, 1998b).

² Ovdje ne možemo ulaziti u temu strukturalnih razlika između privatizacije u razvijenim tržišnim sustavima (zapadne zemlje) i privatizacije u postsocijalističkim zemljama Europe. Možda je ova tema na neki način već apsolvirana početkom devedesetih godina, kad su tek nikli prvi privatizacijski projekti u Istočnoj Europi i kad se uvidjelo da klasičan, "slučaj-po-slučaj" model privatizacije državne imovine ne odgovara zahtjevima postsocijalističkih zemalja. Masovna privatizacija ula-

BILJEŠKE

zi, na tragu potrage za brzim modelima i tehnikama privatizacije, u takozvane ne-standardne privatizacijske modele, odnosno tehnike privatizacije. Neki autori u privatizacijske inovacije proizašle iz dosadašnjih projekta u Srednjoj i Istočnoj Europi ubrajaju još i različite tehnike povrata imovine bivšim vlasnicima (problem restitucije) i širu pojavu menadžerskog i zaposleničkog preuzimanja poduzeća (management buy-outs: MBO, employee buy-outs: EBO, odnosno zajedno: MEBO) (usp. OECD 1995; Čengić, 1995; Čengić, 1996; Bornstein, 1997)

³ Taj je zakon usvojen u Saboru tek u ožujku nakon dugotrajne rasprave među zastupnicima. Zakon je htio potaknuti rješavanje nekoliko ključnih problema:

- a) poticanjem prodaje dionica iz portfelja Hrvatskog fonda za privatizaciju (HFP) – odobravanjem cijena nižih od utvrđene nominalne cijene po dionici;
- b) daljnjim poticanjem prodaje dionica za staru deviznu štednju (tzv. SWAP) za sva poduzeća u procesu privatizacije;
- c) restrukturiranjem i razbijanjem velikih državnih monopola iz javnog sektora te privatizacijom njihovih dijelova;
- d) prijenosom 30 posto vrijednosti javnih poduzeća u portfelj mirovinskih fondova;
- e) *besplatnom podjelom dionica najugroženijim slojevima stanovništva (prognanicima, civilnim i vojnim žrtvama rata);*
- f) produljenjem roka otplate dionica u posjedu malih dioničara s pet na dvadeset godina (Čučković, 1998)

⁴ U okviru za državu završene masovne privatizacije za besplatnu podjelu dionica *određenim kategorijama stanovništva*, država je pripremila dionice u vrijednosti od oko 3,5 milijardi DEM, odnosno vrijednost od 1,75 milijardi privatizacijskih kupona. Riječ je o: ratnim vojnim invalidima Domovinskog rata; obiteljima poginulih branitelja, zatočenih ili nestalih branitelja; obiteljima poginulih, zatočenih ili nestalih civila; zatočenim braniteljima i civilima; civilnim invalidima rata i mirnodopskim vojnim invalidima; prognanicima i izbjeglicama – povratnicima i bivšim političkim zatvorenicima kojima Zakon o privatizaciji priznaje pravo na besplatnu dodjelu dionica kuponima (zbog čega se cijeli proces i naziva kuponskom privatizacijom).

⁵ Među imateljima kupona iz našega uzorka (1570 ispitanika, 47 posto muškaraca i 53 posto žena, zadovoljena reprezentativnost s 230.000 stradalnika) dominirale su osobe u srednjoj, radnoaktivnoj dobi od 30 do 49 godina (45,5 posto) i osobe sa srednjoškolskom (51,8 posto), odnosno osnovnoškolskom naobrazbom (32,9 posto). Prema našim podacima spol, dob, škola i životni standard snažno utječu na percepciju privatizacije i prepoznavanje temeljnih ideja masovne privatizacije: što su ispitanici slabije naobrazbe, nekritičniji su prema dosadašnjim rezultatima privatizacije; osobe ispodprosječnog životnog standarda nezadovoljnije su privatizacijom od onih koji žive bolje od njih (Čengić, 1998 b).

⁶ Ovaj cilj u svakom slučaju nije ostvaren. Kad je riječ o devet mogućih ciljeva masovne privatizacije koje smo dali našim ispitanicima, usporedimo li odgovore menadžera i imatelja kupona, dolazimo do sljedećih zaključaka. Prvo, u pogledu prva četiri od devet ponuđenih ciljeva masovne privatizacije i jedni i drugi su gotovo posve suglasni: masovnom privatizacijom se stvara privid da je država stvarno pomogla stradalnicima rata, a njezin je stvarni cilj da se država riješi loših još-ne-privatiziranih poduzeća i osnuje što više PIF-ova. Drugo, ova su mišljenja nešto jača među imateljima kupona nego među menadžeri-

ma (njihove su prosječne vrijednosti ocjena za te ciljeve veće nego kod menadžera).

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

⁷ No, čije su to zapravo ocjene privatizacije kad je riječ o menadžerima? Kad je riječ o "osobnom portretu" menadžera, među njihovim sociodemografskim i socioprofesionalnim obilježjima uočljivo je nekoliko "tvrdih" obilježja. Prvo, to je - prema očekivanjima - svijet muškaraca: među anketiranih 124 menadžera (od 400 kontaktiranih) nalazimo svega 6,0 posto žena. U pogledu dobi, relativno dominiraju osobe starije od 50 godina. No, valja istaknuti da to u prosjeku nije dobnostara skupina; prosječna je starost anketiranih menadžera oko 49 godina ($m = 48.8$). U prosjeku, to su ljudi s nešto više od 25 godina radnog staža, dakle radno i upravljački već vrlo iskusni rukovodioci. Njihov je prosječan radni staž u sadašnjem poduzeću 16 godina.

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

⁸ Zanimljivo je da jedan dio menadžera na aktivan način razmišlja o budućoj poslovnoj politici. Faktorska analiza varijabla moguće poslovne politike otkrila je dvije značajne latentne dimenzije kad je riječ o toj temi (49,1 posto varijance, zasićenja $>.40$). Prvo, dio menadžera slijedio bi u budućnosti "politiku novih proizvoda i sposobnih menadžera" (uključene varijable: razvoj i proizvodnja novih proizvoda/usluga, pribavljanje sposobnih menadžera, ulaganja u novu opremu i tehnologiju, pribavljanje sposobnih stručnjaka, širenje tržišta u zemlji itd.). Drugo, dio se priklanja "konceptu ulaganja i kupovine drugih poduzeća" (uključene varijable: ulaganja u druga poduzeća u zemlji, kupovina drugih poduzeća, ulaganja u poduzeća u inozemstvu, zajednička ulaganja s domaćim tvrtkama). Ovdje je riječ, pretpostavljamo, o menadžerima bolje stojećih poduzeća, onima koji se ne boje za svoju profesionalnu sudbinu i u PIF-ovima možda vide moguće partnere za nove poslovne projekte. Jasno, ne smijemo zaboraviti da ta dva faktora objašnjavaju svega "polovicu faktorskog prostora" korištenih varijabla.

⁹ Jedan je od važnih rezultata masovne privatizacije, što se tiče vlasničkih udjela PIF-ova u ponuđenim poduzećima, taj da se po nekoliko PIF-ova javljaju kao dioničari poduzeća (u prosjeku po 3,3 PIF-a u svakome poduzeću). Posljedica je to ukupnog "dizajna" cijelog projekta i činjenice da je HFP na pojedinim dražbama nudio manjinske vlasničke udjele u poduzećima. Donekle nametnuta PIF-ovima, strategija disperzije ogleda se i u sljedećim podacima: jedino Expandia i Velebit pokazuju nešto veću usmjerenost ulaganja na manji broj poduzeća; kod ostalih SNF ima 42 posto disperziju ulaganja kupona, Sunce 50

posto, Slavonski PIF 55 posto, Dom 72 posto i Pleter je iskazao 65 posto disperziju pri ulaganju kupona. S obzirom na ove "strukturalne činjenice", PIF-ovima će biti teško preko noći doći do većinskih udjela u poduzećima, što bi im omogućilo i jaču korporacijsku kontrolu u tim poduzećima. Prema našim intervjuima s menadžerima PIF-ova u veljači/ožujku 1999. godine, ukupna je situacija pogodovala trenutačno suradničkom međusobnom ponašanju fondova. Pa čak i uz zajedničku suradnju, dva PIF-a imaju prevladavajući utjecaj na poslovanje 20-ak poduzeća, dva PIF-a na po deset poduzeća, jedan na samo jedno poduzeće, a jedan od PIF-ova kontrolira oko 28 poduzeća. Kreatori masovne privatizacije smatrali su da će PIF-ovi većinske udjele u poduzećima kupovati na tržištu (od HFP-a - ako ih još ima te od drugih PIF-ova i ekonomskih aktera); međutim, do danas nije jasan službeni stav mogu li PIF-ovi međusobno zamjenjivati vlasničke udjele (usp. Čengić, 1998b; Ostović, 1999; Bodenhoefer, Prohaska, Vehovec, 1999).

¹⁰ Od samoga početka nastanka projekta kuponske privatizacije njezini su autori nastojali u njemu ne ponoviti neke već uočene pogreške iz drugih postsocijalističkih zemalja (primjerice iz Češke, gdje je osnovan velik broj fondova). S druge strane, široka javnost i prije nekog vremena osnovana društva za upravljanje privatizacijskim investicijskim fondovima, svatko zbog svojih razloga, sa sumnjičavošću su dočekivali početak masovno-privatizacijskog projekta. Međutim, iznenađujuće je dobro ocijenjena od PIF-ova zakonska regulacija cijeloga projekta te djelovanje Ministarstva privatizacije RH u ovome projektu. Poredak pojedinih aspekata masovne privatizacije je, mjeren prosječnim ocjenama na ljestvici od 1 do 5, sljedeći: 1) zakonska regulacija cijeloga projekta masovne / kuponske privatizacije: 3.71; 2) djelovanje ministarstva privatizacije RH: 3.43; 3) ponašanje drugih PIF-ova pri prikupljanju kupona od stradalnika Domovinskog rata: 3.29; 4) djelovanje Hrvatskog fonda za privatizaciju: 3.14; 5) Komisija za vrijednosne papire: 3.00; 6) kvaliteta portfelja poduzeća masovne privatizacije: 3.00; 7) tržišna kvaliteta poduzeća ponuđenih u masovnoj / kuponskoj privatizaciji: 2.00.

Kako se vidi, menadžeri PIF-ova najveću ocjenu (gotovo četvorku na ljestvici od 1 do 5!) ipak su dali zakonskoj regulaciji cijeloga projekta masovne/kuponske privatizacije. To znači da su nadležna državna tijela (ponajprije Ministarstvo privatizacije i prateće službe) na pravno-institucionalnoj razini vrlo dobro postavili temeljna "pravila igre"; izgleda da s te strane PIF-ovi smatraju da su svi imali relativno ravnopravan tretman i da nije moglo biti "lova u mutnome" što se tiče moguće različitoga tumačenja pojedinih pravila i načina ponašanja. Uostalom, djelovanje ministarstva privatizacije ocijenjeno je također relativno zadovoljavajućom ocjenom (m = 3.29), kao i djelovanje Hrvatskog fonda za privatizaciju (m = 3.14). Ispada da je masovna privatizacija, barem što se tiče djelovanja države, jedna od svjetlijih epizoda hrvatske privatizacije općenito.

¹¹ Već smo istaknuli da trenutačno nije realno da će uprave PIF-ova tako brzo donositi odluke o smjenama postojećih uprava preuzetih poduzeća. Razlozima koje smo naveli protiv takve prakse valja dodati još jedan: zbog činjenice da su fondovi išli na veliku disperziju privatizacijskih bodova pa su umjesto strateškog pružimanja desetak poduzeća išli na ulaganja u brojna poduzeća (čime su se međusobno još više vezali jedni uz druge), njima treba dosta vremena da uopće upoznaju uprave poduzeća koja imaju u svojim portfeljima. Gotovo svi intervjuirani menadžeri PIF-ova ističu da "donekle" znaju temeljna socioprofesionalna obilježja

upravljačkog osoblja u poduzećima iz portfelja. Ti se ljudi zapravo upoznaju vrlo ciljano, nakon što se odrede - za moguće brzo prodavanje ili stjecanje većinskog vlasništva - "poduzeća prvoga reda", pa se u njihove nadzorne odbore odmah imenuju osobe direktno iz PIF-ova ili njihovih osnivačkih društava.

LITERATURA

- Blażczyk, B., Woodward, R. (1996), *Privatization in Post-communist Countries, Vol II*, CASE, Warsaw.
- Bodenhoefer, H. J., Prohaska, Z., Vehovec, M. (1999), Privatisation, Investment Funds and the Corporate Governance Problem in Croatia, u: *Enterprise in Transition. Third International Conference - Proceedings*, Ekonomski fakultet, Split.
- Bornstein, M. (1997), Non-standard Methods in the Privatization Strategies of the Czech Republic, Hungary and Poland, London, *Economics of Transition*, vol. 5, 1997, br. 2:323-338.
- Boycko, M., Shleifer, A., Vishny, R. (1995), Mass Privatization in Russia, u: *OECD, 1995*, str. 153-190.
- Boycko, M., Shleifer, A., Vishny, R. (1995), *Privatizing Russia*, MIT Press, Cambridge.
- Čengić, D. (1995), *Managéri i privatizacija*, Alinea, Zagreb.
- Čengić, D. (1996), Privatisation and Management Buy-out: the Example of Croatia, London, *Communist Economies & Economic Transformation*, vol. 8, No. 4, pp. 549-563.
- Čengić, D. (1998a), Vlasništvo i poduzeće: problem menadžerske kontrole, u: Rogić, I., Zeman, Z., *Privatizacija i modernizacija. Zbornik radova*, Institut Ivo Pilar, Zagreb.
- Čengić, D. i suradnici (1998b), *Percepcija masovne/kuponske privatizacije. Završni istraživački izvještaj*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb.
- Čučković, N. (1998), *Privatizacija - temeljni izazov gospodarske preobrazbe zemalja Srednje i Istočne Europe*. Disertacija. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu.
- *** (1996), Dodjela vaučera. Okrugli stol. Zagreb, *Privatizacija*, vol. 2, br. 14:17-31.
- EBRD (1998), *Economic Transition in Central and Eastern Europe, the Baltic States and the CIS. Transition Report 1998*, London.
- Fogarassy, G., Szanto, Z. (1996), Privatisation and the Laughing Third, Budapest, *Review of Sociology - Special Issue*, Hungarian Sociological Association, pp. 37-45.
- Frydman, R., Pistor, K., Rapaczynski, A. (1995), *Investing in Insider-dominated Firms. A Study of Russian Voucher Privatization Funds*, Oesterreichische Nationalbank, Working Paper 21, 89 pp.
- Hashi, I. (1999), The National Investment Fund Programme in Poland. Mass Privatisation with a Difference, u: *Enterprise in Transition. Third International Conference - Proceedings*, Ekonomski fakultet, Split, str. 175-179.
- Jermakowicz, W. W. (1996), Models of Mass Privatization, u: *Blażczyk, B., Woodward, R. 1996*, str. 7-36
- Krneta, M. (1997), Management buy-out: način restrukturiranja i privatizacije, Zagreb, *Privatizacija*, vol. 3, br. 31/32:76-83.

- Lieberman, I. W. (1995), The Privatisation in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union: a Comparative Analysis, u: *OECD, 1995*, str. 13-38.
- Milanović, B. (1991), Privatization in Post-communist Societies, London, *Communist Economies & Economic Transformation*, vol. 3, No. 1, pp. 5-40.
- Mladek, J. (1995), Voucher Privatisation in the Czech Republic and Slovakia, u: *OECD, 1995*, str. 61-86.
- North, D. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- OECD (1995), *Mass Privatisation. An initial Assessment*, Paris.
- Ostović, D. (1996), Masovna privatizacija, Zagreb, *Privatizacija*, vol. 2, br. 13:42-53.
- Ostović, D. (1999), Privatizacijski investicijski fondovi i problemi korporacijskog upravljanja, u: Čengić D., Rogić, I., *Privatizacija i javnost*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb 1999. (rad u ovoj knjizi)
- Ostović, D., Ljubunčić, S. (1998), *Rezultati kuponske privatizacije u Republici Hrvatskoj*, Zagreb, Privatizacija – posebna naklada.
- Peev, E., Hare, P. (1995), Corporatization and Control in a Transition Economy, Muenchen, *Economic Systems*, vol. 19, No. 4, pp. 265-283.
- *** (1998), Predati ili ne predati kupon nekom privatizacijskom investicijskom fondu? Tematski blok, Zagreb, *Privatizacija*, vol. 4, br. 39: 25-66.
- Purju, A. (1995), Voucher Privatisation in Estonia, London, *Communist Economies & Economic Transformation*, vol. 7, No. 3, pp. 385-408.
- Rogić, I., Zeman, Z. (1988), Privatizacija i modernizacija. Zbornik radova, Institut Ivo Pilar, Zagreb.
- Skupina autora (1998), *Privatizacija u očima hrvatske javnosti*, Hrvatski centar strateških istraživanja, Zagreb.
- Swedberg, R. (1991), Major Traditions of Economic Sociology, *Annual Review of Sociology*, 17:251-276.
- Štulhofer, A. (1998), Sociokulturni kapital i gospodarska tranzicija, u: Rogić, I., Zeman, Z., *Privatizacija i modernizacija. Zbornik radova*, Institut Ivo Pilar, Zagreb.
- Uvalić, M. (1999), The Role of Investments Funds in Privatisation of Transition Economies, u: *Enterprise in Transition. Third International Conference - Proceedings*, Ekonomski fakultet, Split, str. 234-240.
- ***Završena kuponska privatizacija, Zagreb, *Privatizacija*, vol. 4, br. 46: 37-47
- Winiecki, J. (1995), Polish Mass Privatisation Programme: the Unloved Child in a Suspect Family, u: *OECD, 1995*, str. 47-60.