



PROBLEMI KORPORACIJSKOG UPRAVLJANJA U POSTPRIVATIZACIJSKOM RAZDOBLJU

Drago ČENGIĆ
Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb

UDK: 347.72.03(4-11)

Izvorni znanstveni rad

Primljeno: 12. 2. 1997.

Korporacijsko upravljanje označava u najširem smislu riječi sustav pomoću kojega vlasnici nekoga poduzeća prate rezultate rada unajmljenih menadžera, kako bi osigurali efikasno i profitabilno poslovanje poduzeća. Od zapadnih modela korporacijskog upravljanja najpoznatiji su njemački i američko-britanski model kontrole menadžera. U ovome se radu, a na temelju njemačke prakse u korporacijskom upravljanju i češkog privatizacijskog iskustva, razmatraju problemi vlasničke kontrole u privatiziranim velikim poduzećima – dioničkim društvima. Posebna pozornost poklonjena je ulozi banaka i privatizacijskih investicijskih fondova u razvoju prvih oblika korporacijske kontrole u konkretnim istočnoeuropskim prilikama. Češka, poljska i mađarska iskustva pokazuju da postojeća praksa korporacijskog upravljanja ne sličiti niti njemačkom niti američko-britanskom modelu, iako se (u pravnoj regulativi) pretpostavljalo da će normativni model evoluirati u smjeru njemačkog modela korporacijskog upravljanja. To znači da u ovoj postprivatizacijskoj fazi svaka od postsocijalističkih zemalja, pomno prateći međunarodna iskustva, ipak mora tražiti vlastite modele učinkovitog korporacijskog upravljanja. Oni će tek nakon određenog razdoblja (i prakse "učenja kroz činjenje") početi sličiti nekom od prepoznatljivih zapadnih modela ili će se pak – s obzirom na konkretne vlasničke oblike proizvedene privatizacijom – izdvojiti kao zasebni tipovi korporacijske kontrole.

OSNOVNI PROBLEMI KORPORACIJSKOG UPRAVLJANJA

Uvod

767

Može li se prihvatiti razvoj zapadnog modela tržišnog gospodarstva, a istodobno zapostaviti razvoj institucija efikasnog upravljanja novonastalim dioničarskim društvima? Zemlje sre-

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

dnje i istočne Europe sve su svjesnije da privatizacija ne rješava preko noći jedan od temeljnih razloga dinamičnog razvoja kapitalizma – sustav korporacijskog upravljanja. Prve postprivatizacijske empirijske analize svjedoče da se zapadne institucije ne mogu preko noći razviti u posve drukčijim, istočnoeuropskim prilikama. Pokušavajući zaći u pozadinu početnog pitanja, u ovom ćemo se radu nešto detaljnije pozabaviti: a) zapadnim modelima korporacijske kontrole, b) ulogom banaka i drugih financijskih institucija u njemačkom modelu korporacijskog upravljanja, c) postprivatizacijskim razvojem institucija korporacijskog upravljanja u istočnoeuropskim zemljama – na primjeru češkog iskustva (prema procjenama mnogih, iskustva koje je relevantno i za druge zemlje koje grade tržišno gospodarstvo na zgarištu propalih socijalističkih modela).

Naša je nakana propitati praksu korporacijskog upravljanja u istočnoeuropskom, sad već postprivatizacijskom kontekstu, usmjeravajući se na mjesto banaka i financijskih institucija u toj praksi. Korporacijsko upravljanje u najširem smislu riječi možemo shvatiti kao sustav pomoću kojega vlasnici nekoga poduzeća prate rezultate rada unajmljenih menadžera kako bi osigurali da poduzeće bude efikasno, profitabilno i da se na taj način maksimalizira bogatstvo vlasnika. Od samog početka privatizacije u zemljama srednje i istočne Europe postavljalo se pitanje što će se dogoditi s upravljačkim strukturama koje oblikuju ponašanje poduzeća i njihovih direktora/ menadžera. Svedeno na temeljne dvojbe, to pitanje zapravo glasi: upravljaju li vlasnici novoprivatiziranih poduzeća doista učinkovito svojom imovinom i na koji način kontroliraju menadžere koji rade, odnosno koji bi trebali raditi u njihovu interesu? Na općenitoj razini, postavlja se pitanje može li se postojeća praksa korporacijskog upravljanja smisleno usporediti s nekim od poznatih zapadnih modela korporacijskog upravljanja? Pogotovo kad je riječ o bankama i različitim fondovima kao većinskim vlasnicima novonastalih društava kapitala. A svjedoci smo da se banke i druge financijske institucije sve češće javljaju kao većinski vlasnici, odnosno suvlasnici poduzeća u postsocijalističkim zemljama: od Poljske do Hrvatske.

Gledano s te pozicije, moglo bi se reći da glavni cilj privatizacije u srednjoj i istočnoj Europi nije tek eliminacija državne kontrole nad poduzećima već prije primjereno spajanje novog vlasništva s učinkovitim upravljačkim strukturama, strukturama koje povezuju ciljeve menadžementa s korporacijskom učinkovitošću.

Teorija agencije

768

Idealni sustav korporacijskog upravljanja morao bi imati nekoliko obilježja: a) trebao bi ostaviti dosta slobode menadžere-

rima za valjano vođenje poslova..., b)...u interesu dioničara, c) u takvom sustavu "šefovi" znaju što od njih očekuju dioničari, a dioničari imaju dosta informacija i moći da procijene ostvarenje vlastitih očekivanja. Kako bismo lakše razumjeli problem na razini modela, valja nam se vratiti na teoriju agencije kao temeljni koncept odnosa u suvremenu poslovanju (Jensen, Meckling, 1976.; Oviatt, 1988.; Goić, 1995.).

Teorija agencije izvedena je zapravo iz teorije vlasničkih prava i na slikovit način prikazuje temeljne dvojbe korporacijskog upravljanja. Naime, agencijski odnos može se razumjeti kao "ugovor kojim jedna ili više osoba (principal/i) angažira drugu osobu (agenta) da izvrše određen posao za nju, uključujući i delegiranje agentu određenih ovlasti odlučivanja. Iz ovoga se vidi da je principal u agencijskom odnosu onaj koji određeni posao povjerava agentu za izvršenje. Općenito, principal je vlasnik i nositelj interesa kapitala uloženog u određenu gospodarsku djelatnost – poduzeće. S druge strane, agent prihvaća da obavi posao za principala i za to je nagrađen. Agentu se nagrada u načelu ugovara unaprijed i principal ju je obvezan isplatiti bez obzira na komercijalnu vrijednost ostvarenog učinka. (Prisjetimo se sadašnjih menadžerskih ugovora u Hrvatskoj!). Dakle, principal osigurava sredstva (kapital) za izvršenje zadatka, "prisvaja" konačne učinke, ali i snosi rizik gubitaka. Prema mišljenju nekih autora (Eisenhardt, 1989.) dva su temeljna problema koji se javljaju u agencijskom odnosu. Prvo, moguće je da se razilaze želje i ciljevi principala i agenta, tako da principal nije siguran djeluje li agent u njegovu najboljem interesu. Drugo, postoji problem podjele rizika: kako principal i agent imaju različiti odnos prema riziku, oni mogu preferirati i različite akcije. I u toj situaciji principal ne mora biti uvjeren da su poduzete akcije glede smanjenja rizika doista prave i da štite njegov interes.

Agencijski odnos nije relevantan za malo poduzetništvo, za poduzetnika pojedinca koji u jednoj osobi objedinjuje vlasništvo i kontrolu, kapital i upravljanje. Taj je odnos relevantan za složena poduzeća, razvijene poduzetničko-upravljачke strukture u velikim društvima kapitala (dionička društva/korporacije): ovdje se vlasnik ne angažira u direktnom upravljanju poslovanjem, a umjesto vlasnika-menadžera imamo zapravo nekoliko aktera u igri: vlasnike, menadžere i zaposlene (radnike, izvršitelje).

Zapadnoeuropska i istočnoeuropska, osobito privatizacijska iskustva upućuju nas na to da, uz dosta nužnog opreza, možemo razlikovati vanjsku kontrolu korporacija (*outsider control*) od unutarnje kontrole korporacija (*insider control*). *Outsider control* označava odlučujući utjecaj "vanjskih igrača" na izbor i ponašanje menadžera: ključnih (*hard core*) dioničara, članova obitelji osnivača tvrtke, banaka, institucionalnih

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

investitora te mogućih koalicija tih vlasnika. Dosadašnje privatizacijsko iskustvo srednje i istočne Europe podsjeća nas da država i njezine agencije i dalje sudjeluju u kapitalu dioničkih društava te se stoga javljaju i kao važni članovi vanjskih "interesnih koalicija" (Frydman, Rapaczynski, 1994.). *Insider control* opisuje stanje u kojem razne frakcije bivših direktora – sadašnjih menadžera i zaposlenih imaju odlučujući utjecaj na donošenje strateških odluka. Dobar dio novih dioničkih društava-korporacija nalazi se, iako nominalno u vlasništvu *outsidera*, pod stvarnom kontrolom njihovih menadžera. Možda je u konkretnim prilikama ovdje primjerenije govoriti o "menadžerskoj kontroli" (*management control*) kao stvarnoj posljedici razdvajanja vlasništva od upravljanja u ovoj fazi razvoja istočnoeuropskih korporacija (J. Županov, 1995.; D. Čengić, 1995.). Inače, pretpostavlja se da se "insider control" obično javlja u situacijama u kojima nema izrazitih većinskih dioničara, tj. u kojima nema pojedinaca ili jasnih koalicija dioničara s više od 5 posto ili 10 posto ukupnog dioničkog kapitala.

ZAPADNI MODELI KORPORACIJSKOG UPRAVLJANJA

Njemački i anglosaski sustavi korporacijskog upravljanja

Temeljne razlike u položajima principala i agenta u agencijskom odnosu ne treba pretvarati u aksiome. No, ne treba ih, pogotovo u konkretnim prilikama, niti zanemarivati. Novije rasprave o problemu upravljanja u američkim korporacijama pokazuju da su problemi povezani s principal – agent odnosima zajednički svim korporacijama zapadnog tipa (usp. Pound, 1992.; Salmon, 1993.; Pound, 1995.; Koster, 1995.; Miller, 1995.). Ipak, uvjetno se mogu uočiti veće razlike glede mehanizama reduciranja moralnog rizika na liniji uprava – dioničari i jačanja korporacijske kontrole. Na temelju toga razlikujemo njemački model korporacijskog financiranja i kontrole (*bank-based*) od anglosaskog modela korporacijskog financiranja i kontrole (*market based*) (Marchiona-Fare, 1995.; Nunnenkamp, 1995.; tablica 1.).

Neki američki autori (Porter, 1992.) tvrde da njemački i japanski model kapitalizma – koji manje važnom drži ulogu tržišta vrijednosnica i favorizira stabilne odnose između dioničara, bankara i korporacija – dopušta menadžerima i vlasnicima stvaranje dragocjenih dugoročnih odnosa takve vrste koji su gotovo nezamislivi u američkom gospodarstvu. No, idu li istočnoeuropske zemlje i na usvajanje nekih elemenata njemačkog korporacijskog modela, ne znači da igraju na "sigurnu kartu"! Načelno govoreći, koncentracija dioničarskog vlasništva u banke – orijentirani sustav korporacijskog upravljanja smanjuje principal – agent probleme. Pretpostavlja se da

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

● **TABLICA 1**
Zapadni modeli
korporacijskog
upravljanja

Izvor: Berglof, E., 1990.

banke kao krupni dioničari lakše ostvaruju nadzor nad kratkoročnim i dugoročnim poslovnim potezima uprave. No, na drugoj su strani autori koji drže da njemački model ojačava tiho unutarnje sporazumijevanje menadžera, zaposlenih i banaka (kao kreditora, dioničara i čuvara dionica) na račun "vanjskih igrača" (*outsiders*), ponajprije malih dioničara (Nunnenkamp, 1995.). Prema tom pogledu, "unutarnje sporazumijevanje" prije završava u maksimizaciji rasta, a ne profita.

	Sustav na banke (njemački model)	Sustav orijentiran na tržište (anglosaski model)
Financijska tržišta		
- sofisticacija i mogućnosti diverzifikacije	niski	visoki
Opća kapitalna struktura		
- stupanj unutarnjeg financiranja	nizak	visok
- omjer dug/vlasnički kapital	visok	nizak
Struktura kreditora		
- omjer bankovnih kredita i ukupnih obveza	visok	nizak
- važnost financiranja obveznicama	niska	visoka
- stupanj koncentracije	visok	nizak
Struktura dioničara		
- stupanj koncentracije	visok	nizak
- dioničarstvo komercijalnih banaka	važno	nevažno
- dioničarstvo između tvrtki	rašireno	nevažno
- promet kontrolnim blokovima dionica	spor	brz

Glavna obilježja njemačkog sustava korporacijskog upravljanja

Kako to izgleda u Njemačkoj donekle će nam predočiti sljedeći podaci. Dioničarska društva ili korporacije predstavljaju najveće tvrtke u Njemačkoj. Ipak, one su tek manji dio ukupnog broja poduzeća u Njemačkoj: svega 1700 od oko 2 milijuna tvrtka bile su registrirane kao korporacije u 1990. godini. Prema zakonu, njima upravljaju dva odbora: upravni odbor (*Vorstand*) i nadzorni odbor (*Aufsichtsrat*). Nadzorni odbor imenuje članove upravnog odbora. Menadžeri vode poslovanje, obično pod ugovorima od pet godina i mogu biti otpušteni jedino odlukom nadzornoga odbora korporacije.

Nadzorni odbor ne mora u svojem sastavu uključivati i sadašnje menadžere tvrtke. On radi pod pretpostavkom tzv. "sustava kodeterminacije", što znači da određen broj članova nadzornog odbora nisu ni izabrani ni imenovani od dioničara poduzeća. Zapravo, jednu trećinu članova nadzornog odbora izabiru ili imenuju bilo zaposleni bilo sindikati u poduzećima s više od 500 radnika. Taj se udio povećava sve do polovice članova nadzornog odbora u poduzećima s više od 2000 radnika. Dodatno, radnički savjeti imaju velika prava utjecaja na

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

➤ TABLICA 2
Neto izvori sredstava
za investicije
u njemačkim i
britanskim
poduzećima,
1970. – 1989. (%)

Izvor: Edwards, J.,
K. Fischer, 1994.

uvjete zapošljavanja i otpuštanja s posla. Dakle, u rad nadzornog odbora i (njegovu) kontrolu menadžera od samog njegova konstituiranja uvučeni su raznoliki subjekti, a ne samo (mali) dioničari. Oni su, naime, u nemogućnosti da snažnije utječu na politiku upravljanja, povjerali svoje dionice na upravljanje njemačkim bankama. Zato banke često imaju kontrolu nad velikim postotkom dioničarskih glasova.

Izvori sredstava	Njemačka	Velika Britanija
Unutarnji fondovi	76.0	87.9
Provizija na mirovine	4.6	-
Kapitalni transferi	8.5	8.3
Zajmovi banaka	11.0	15.4
Obveznice	0.6	0.1
Dionice	0.9	1.3
Trgovački krediti	1.9	2.1
Ostalo	1.5	2.4
Statističke prilagodbe	-	10.7

Razlike između njemačkog i anglosaskog korporacijskog modela i nisu tako izrazite kad se razmotre usporedno, primjerice, izvori investicijskih sredstava u njemačkim i britanskim poduzećima; kao što se vidi (tablica 2), u obje je zemlje struktura financiranja razmjerno slična, iako u njima načelno postoje dva posve suprotstavljena modela korporacijskog financiranja i upravljanja. No, te su razlike znatno veće kad je riječ o tržišnoj kapitalizaciji (*market capitalization*) i vlasničkim obilježjima dioničkih društava. Prvo, u Njemačkoj je ranih 90-ih na burzama kotiralo manje od 700 korporacija, u usporedbi s 2000 i 6300 u Velikoj Britaniji, odnosno u SAD-u. Vrijednost kompanija na tržištu vrijednosnica prelazila je 80 posto GDP u V. Britaniji, u SAD-u je težila oko 57 posto od GDP, a u Njemačkoj je vrijednost poduzeća na burzama bila manja od 1/4 procijenjenog GDP. Drugo, u V. Britaniji i u SAD-u vlasništvo nad dionicama disperzirano je na velik broj institucija i pojedinaca (usp. podatke za SAD, Japan i Njemačku u tablici 3). Primjerice, među najvećim kompanijama koje kotiraju na burzi u V. Britaniji više od 4/5 u posjedu je velikog broja relativno malih dioničara. Nema dioničara koji je posjedovao više od 25 posto vlasništva u kompanijama. Nasuprot tome, u Njemačkoj je vlasništvo znatno koncentriranije. Među gotovo 85 posto velikih korporacija postoji najmanje jedan dioničar s vlasničkim udjelom većim od 25 posto.

Prema istraživanjima T. Baumsa i drugih autora (Baums, 1992.; Nunnenkamp, 1995.) banke kontroliraju politiku korporacija na nekoliko načina: kreditnom politikom, odnosima zajmodavca i zajmoprimca, izravnim dioničarstvom, bankars-

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

kom kontrolom temeljem ovlaštenja malih dioničara (*bank control of proxies*) i preko svojih predstavnika u nadzornim odborima korporacija. Vidjeli smo već da su zajmovi banaka relativno mali izvor korporacijskih ulaganja – veće značenje imaju unutarnji fondovi korporacija. Također, izravno dioničarstvo banaka ne svrstava banke u glavne "korporacijske igrače". No nešto je drukčije s neizravnim utjecajem banaka i s "kumulativnom moći" koja nastaje kombinacijom utjecaja banaka na nekoliko temelja: u izravnom i neizravnom dioničarstvu. Naime, najveće njemačke banke djeluju uobičajeno kao čuvari dionica malih dioničara, koje su najčešće i deponirane kod njih. Banke su za "ulogu čuvara" dioničkog kapitala ovlaštene opozivima punomoći (*revocable proxies*), obnovljivima svakih 15 mjeseci. U toj ulozi banke preporučuju vlasnicima deponiranih dionica kako glasovati na skupovima dioničara, a ujedno ih moraju konzultirati u njihovu predstavljanju na dioničarskim skupštinama – gdje su mali dioničari često u nemogućnosti da sami zastupaju svoje interese. Vrlo se često događa da banke glasuju posve neovisno o prvotnim nakanama dioničara. Ovaj je moment svakako jedan od najvažnijih čimbenika "kumulativne moći" banaka u poslovnom ponašanju njemačkih korporacija.

➔ TABLICA 3
Vlasnička struktura
običnih dionica,
1990. (%)

Izvor:
Federal Reserve Flow
of Funds, Japanese
Flow of Funds,
Deutsche Bundesbank
Monthly Report,
prema: Frydman,
Gray, Rapaczynski
(eds.), Vol. 1, 1996.

Vlasnici	SAD	Japan	Njemačka
Korporacije	44.5	72.9	64.0
Od toga:			
Financijske institucije	30.4	48.0	22.0
-banke	0	18.9	10.0
-osiguravajuća društva	4.6	19.6	-
-mirovinski fondovi	20.1	9.5	12.0
-ostali	5.7	-	-
Nefinancijske korporacije	14.1	24.9	42.0
.....			
Pojedinci	50.2	22.4	17.0
Inozemni vlasnici	5.4	4.0	14.0
Država/Vlada	0	0.7	5.0

Temeljne pretpostavke funkcioniranja zapadnih modela korporacijskog upravljanja

Zanemarimo li uočene razlike između zapadnih modela korporacijske kontrole, dolazimo ipak do nekih njihovih zajedničkih obilježja, važnih za praktično djelovanje korporacija. Po mišljenju nekih autora (Anderson, 1992.), to su svakako: a) institucija javnih financijskih izvještaja, b) odbor direktora, c) kotirane cijene dionica, d) institucija preuzimanja poduzeća. Pogledajmo nešto detaljnije neka od tih obilježja.

Prvo, pitanje likvidnog tržišta vrijednosnih papira. Anglosaski sustav korporacijskog upravljanja oslanja se u najvećoj mjeri na likvidna tržišta vrijednosnih papira/kapitala. No, on se istodobno temelji na obilju javno dostupnih informacija o svim sudionicima tržišta kapitala. Te su informacije najpregnantnije izražene u cijenama dionica kompanija koje kotiraju na burzama. Bez obilja javno dostupnih informacija neprijateljska preuzimanja korporacija (*hostile take over*), kao poseban oblik jačanja vlasničke kontrole nad menadžerskim struktura, jedva bi bila moguća.

Latentna je funkcija ovoga obilja javno dostupnih informacija o tvrtkama upravo smanjenje "informacijske asimetrije" između *insidera* i *outsidera*. Da nije tako, vanjski investitori ne bi riskirali svoj novac kupujući korporacijske vrijednosnice, a tržišta kapitala postala bi ubrzo nelikvidna. Transparentnost sustava u informacijskom smislu omogućuje i drugim "vanjskim igračima" da provode vrlo specifične analize korporacijske efikasnosti (investicijske banke, tvrtke za preuzimanje poduzeća, razne privatne analitičke službe i agencije, itd.). U njemačko-japanskom modelu korporacijske kontrole analizu korporacijske efikasnosti provode uglavnom veliki di-oničari (banke i druge financijske institucije) koji kao "unutar-nji igrači" imaju pristup ključnim financijskim pokazateljima. To im omogućuje da, relativno daleko od očiju javnosti, kontroliraju rad uprava korporacija u kojima imaju i većinske udjele, odnosno dominantan utjecaj.

Općenito govoreći, razvijena i likvidna tržišta vrijednosnih papira nuždan su uvjet za funkcioniranje anglosaskog modela korporacijskog upravljanja, ali to nije slučaj s njemačko-japanskom praksom korporacijske kontrole. Važnost tih razlika glede zemalja srednje i istočne Europe krije se u sljedećem: njihovo je tržište kapitala nerazvijeno, a upitno je jesu li postojeći oblici korporacijske kontrole doista slični – na pravnoj razini često preporučenom – njemačkom modelu financiranja i upravljanja korporacijama?

Drugo, pitanje "kontrole kontrolora". Njemačko-japanski sustav pretpostavlja da banke kao "nadzornici" uglavnom valjano obavljaju svoju funkciju. No, tko kontrolira "nadzornike"? Čini se da u većini njemačkih i japanskih banaka nema izrazito velikih dioničara koji imaju takvu ulogu. Jasno, određena kontrola se ipak provodi: nju provode bankarske nadzorne strukture (*banking supervision authorities*). Zakonska regulativa pak prije je usmjerena na zaštitu vlade od posljedica mogućih pogrešnih poteza banaka, nego na maksimiranje vrijednosti bankarskog dioničkog kapitala.

Istraživanja A. Saundersa (prema: Frydman, Gray, Rapaczynski /eds./, 1996.) pokazala su da je primjeren nadzor nad potezima banaka osobito potreban kad se javlja "unutarnji konflikt" u bankama: to je obično u situacijama kad tvrtke u koji-

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

ma banka ima velike dioničke udjele zapadnu u financijske nevolje i zatraže povoljne kredite od banke ne bi li se izvukle iz nevolja. U takvim situacijama nije lagano donijeti valjane poslovne odluke i dosljedno se ponašati kao vlasnik. Moguće interesne koalicije i ovdje mogu protežirati povoljne kredite kao socijalnu, a ne profitno orijentiranu mjeru, što srednjeročno narušava položaj banke kao brižnoga gospodara dioničkoga kapitala. Ipak, ova je pojava relativno slabije izražena u njemačkim bankama.

Treće, pitanje konkurencije. Vjerojatnost pojave "unutarnjeg konflikta" u bankama to je manja što je veća konkurencija u bankarskom sektoru zemlje. Konkurencija nameće bankama neku vrstu "vanjske discipline", jer jača strah od gubitka ugleda zbog nepromišljenih poteza glede "vlastitih poduzeća". Jedan od razloga zašto je taj problem relativno mali u Njemačkoj i Japanu jest i izražena kompetitivnost bankarskog sektora u tim zemljama. Mnogo je banaka na tržištu i nema ekstremne koncentracije kapitala u njima. Primjerice, 1986. godine je 13 najvećih banaka u Japanu imalo manje od 50 posto sveukupne imovine banaka, dok je šest najvećih njemačkih banaka imalo manje od 10 posto imovine svih banaka. Koncentracija imovine u bankama srednje i istočne Europe mnogo je veća nego u nekima od najrazvijenijih zemalja Zapada.

Zanimljivo je u tom kontekstu istaknuti ideje J. Franksa i C. Mayera iz 1992. godine (prema: Dittus, Prowse, 1996.). Oni drže da određene djelatnosti imaju više koristi od njemačko-japanskog stila korporacijskog vodstva, a neke druge, istodobno, više profitiraju od američkog stila korporacijskog vodstva. Franks i Mayer drže da je američki model prikladniji za subjektivnu procjenu budućih poslovnih izgleda, a pitanje kvalitete zaposlenih i menadžera od manje je važnosti. Naravno, to pretpostavlja da se korporacijsko vodstvo usmjerava na ocjenu korporacijskih strategija koju podnose odgovorni članovi uprava korporacija. Posebno se to odnosi na rizične industrije poput biotehnologije i farmaceutske industrije. Oni procjenjuju da je ta funkcija posve drukčija od njemačko-japanskog sustava koji se oslanja na banke kao aktivne investitore. Glavna je uloga banke kao Hausbanke, između ostaloga, da ima dosta informacija o kvalitetama uprave i zaposlenih. Zato je taj tip korporacijskog vodstva posebno prikladan za procjenu učinka uprave u industrijama sa standardnim operativnim postupcima i poznatim vještinama (proizvodnja, osobito temeljne industrije).

Banke i poduzeća

Ovdje valja podsjetiti i na podatke o vlasničkoj koncentraciji velikih nefinancijskih korporacija (tablica 4.). Kao što se vidi, vlasnička koncentracija razlikuje se od zemlje do zemlje. U SAD-u najvećih pet dioničara imaju prosječno 25 posto kor-

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

poracijskih dionica. Vlasnička koncentracija je viša u Japanu, ali je najveća u Njemačkoj, gdje holdinzi najjačih dioničara drže prosječno više od 40 posto dionica korporacija. Među gotovo 85 posto velikih korporacija postoji najmanje jedan dioničar s vlasničkim udjelom većim od 25 posto. No, kako smo već vidjeli, utjecaj njemačkih banaka na uprave dioničkih društava puno je veći no što pokazuju ovi agregatni statistički pokazatelji.

Razlike u distribuciji bankarskih udjela u dioničkom kapitalu mogu se pripisati i pravno-regulativnim mehanizmima u tim zemljama. Naime, bankama je u SAD-u zabranjeno vlasništvo nad dionicama, a holding kompanije ne mogu imati više od 5 posto dionica pojedine tvrtke. Japanske poslovne banke mogu imati dionice poslovnih korporacija, ali je antimonopolno zakonodavstvo to vlasništvo svelo na 10 posto dionica pojedine tvrtke. U Njemačkoj banke nemaju izrazitih ograničenja na veličinu udjela u dioničarskom kapitalu korporacija.

☞ **TABLICA 4**
Vlasnička
koncentracija velikih
nefinancijskih
korporacija
(% dionica u vlasništvu
pet najvećih dioničara)

Izvor:
R. Frydman, W. C. Gray,
A. Rapaczynski (vol. 1),
1996.

Statistički pokazatelji	SAD	Japan	Njemačka
Prosječna vrijednost	25.4	33.1	41.5
Medijan	20.9	29.7	37.0
Standardna devijacija	16.0	13.8	14.5
Minimum	1.3	10.9	15.0
Maksimum	87.1	85.0	89.6
Prosječna veličina tvrtke, prema ukupnoj imovini (u milijunima USD, 1980. g.)	3,505	1,835	3,483

Glede dužničko-vjerovničkih odnosa američka regulativa je stroža prema bankama nego ona u Njemačkoj i Japanu. Primjerice, u SAD-u banke mogu pozajmiti najviše 15 posto kapitala pojedinačnom zajmoprimcu, a u Japanu i Njemačkoj su ta ograničenja 30 posto, odnosno 50 posto. Po jačini odnosa između banaka i poduzeća postoje izrazite razlike između tih zemalja. Poznato je da su odnosi banke – poduzeća osobito snažni u Japanu, gdje je uobičajeno da su skupine poduzeća iz različitih industrija uglavnom povezane s jednom jakim bankom (*'keiretsu' form of corporate organization*). Banke ne samo da imaju vlasničke udjele u tim tvrtkama, oni su im i iznimno važan izvor financijskih sredstava. Dittus i Prowse navode da su, primjerice, od 1970. do 1985. godine japanske tvrtke pozajmicama od financijskih institucija pokrivala više od 40 posto svojih ukupnih financijskih potreba.

U SAD-u banke uglavnom nemaju vlasničke udjele, niti su važan izvor sredstva velikim korporacijama. Naravno, to ne znači da se banke uopće ne javljaju kao vanjski izvori sredstava za korporacijske investicije. Odnos između banaka i korporacija prije je "odnos relativnog oslonca" (*at arm's length*)

nego li aktivnog investitora ili ključnoga dioničara. To znači da američke banke svoju ulogu u korporacijskom vodstvu najčešće ostvaruju uvjetima kreditiranja, dakle u situacijama kad moraju zaštititi posuđeni kapital i pomnije pratiti poslovanje svojih dužnika.

KORPORACIJSKA KONTROLA U SREDNJOJ I ISTOČNOJ EUROPI

Banke i privatizacijski proces

📌 **TABLICA 5**
Najveće češke banke u 1995. (prvih 15, u milijunima čeških kruna)

Izvor:
Resources s.r.o.,
prema: Central
European Economic
Review, 1996.

Banke su, kao i brojna druga poduzeća, dočekale privatizaciju sa svim onim, manje-više poznatim, lošim naslijeđem socijalizma: lošom financijskom strukturom, brojnim neotplaćenim kreditima, slabom konkurentnošću, nerazvijenom ponudom usluga i prekobrojnom radnom snagom. Začudo, već Dittusova analiza iz 1994. pokazala je da je u većini zemalja došlo do konsolidacije portfelja banaka. To je možda najuočljivije kod neotplaćenih kredita: Češka (tablica 5), Mađarska, Poljska i Rusija uspjele su na razne načine (rekapitalizacija postojećih banaka ili uz pomoć hiperinflacije) osloboditi banke od tereta kredita iz prošloga sustava.

Ime banke	Kapital	Imovina	Neto profit	Neto profit (%)
1. Komerčni banka a.s.	31,624.00	387,925.00	5,111.00	5.88
2. Ceska sporitelna a.s.	18,500.00	349,091.00	1,365.00	101.33
3. CSOB a.s.	14,282.00	190,248.00	2,847.00	44.52
4. Investični a Postovni banka a.s.	12,980.00	208,592.00	1,021.00	46.28
5. Agrobanka Praha a.s.	3,992.50	67,569.00	372.64	118.09
6. Pragobanka a.s.	2,107.00	18,000.00	10.00	140.21
7. Ceskomoravska zar. a roz. banka	2,091.06	8,342.24	-136.66	-1229.3
8. Zivnostenska banka a.s.	2,076.46	31,919.48	406.46	5.77
9. CitiBank a.s.	1,752.97	25,515.03	465.89	21.35
10. Evrobanka a.s.	1,600.00	10,950.00	-42.00	-
11. Ceska exportni banka a.s.	1,530.00	1,659.85	0.04	-
12. Union Banka a.s.	1,471.47	11,116.68	53.68	467.84
13. Hypo-Bank CZ a.s.	1,444.05	7,014.04	9.94	-
14. Banka Hana a.s.	1,321.33	19,169.92	0.45	-99.28
15. Societe Generale Banka a.s.	1,245.27	23,302.80	235.25	93.00

Nešto je drukčija situacija s državnim vlasništvom i utjecajem države na ponašanje banaka. Općenito govoreći, državne banke su uvijek lošije od privatnih u pitanjima korporacijske kontrole: političke intervencije često utječu na odluke o kreditima, a uprave banaka su izravno ovisne o vladama. Čak i kad nije posrijedi izravan utjecaj, državne banke u načelu više vode računa o zapošljavanju i političkim relacijama u poslovanju od pukih financijskih pokazatelja. Iako je privatizacija banaka u gotovo svim postsocijalističkim zemljama vr-

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

lo spor proces, on je možda najdalje otišao u Češkoj: u prvom valu masovne privatizacije 1993. godine većinski udjeli u gotovo svim državnim bankama ponuđeni su građanima, odnosno privatizacijskim fondovima (tablica 6). U Poljskoj su neke državne banke privatizirane izravnom prodajom, no još uvijek ih većina čeka na privatizaciju. Prema podacima Dittusa i Prowsea, najviše je banaka u državnom vlasništvu još uvijek u Mađarskoj.

Zanimljivo je da je, bez obzira na spori proces privatizacije banaka, konkurencija među bankama porasla. Dijelom je to objašnjivo pojavom domaćih privatnih banaka koje se ipak sve više pojavljuju na tržištu bankarskih usluga. Ulazak novih banaka na tržište, čini se, najživlji je u Rusiji. Procjenjuje se da danas u Rusiji radi oko 2400 banaka. Golem broj osnovan ih je zadnjih nekoliko godina. Većinom su to male banke, često u vlasništvu jednoga ili nekoliko poduzeća koja se njima služe kao izvorima jeftinih kredita. Ipak, analitičari drže da se 20-30 ruskih banaka može držati solidnima i dobro upravljanim bankama. Bez obzira na proces nastajanja novih banaka (najizrazitiji u Rusiji, Češkoj i Poljskoj), "stare" banke još uvijek dominiraju u kreditnim i depozitarnim poslovima. U Češkoj i Poljskoj banke osnovane još u socijalizmu drže više od 80 posto od ukupnih kredita i depozita, a u Mađarskoj oko 2/3 kreditnog i depozitarnog potencijala. Samo u Rusiji nove banke dominiraju tržištem, posjedujući 2/3 od ukupne bankarske imovine u zemlji (Dittus, Prowse, 1996.).

Postojeći pravno-regulativni okviri u većini postsocijalističkih zemalja izrazito ne ograničavaju uključivanje banaka u korporacijsko upravljanje, kao što je npr. slučaj u SAD-u. No, ipak postoje neka "razumna" ograničenja, nešto stroža no u Njemačkoj. Primjerice, vlasnički udjeli u dioničarskom kapitalu ograničeni su na 10 posto kapitala banaka u Češkoj, na 25 posto u Poljskoj i na 60 posto kapitala banaka u Mađarskoj. Ti su uvjeti u Češkoj i Mađarskoj nešto ublaženi, za ograničeno vrijeme, u situacijama zamjene dugova za udjele u dioničarskom kapitalu (*a debt for equity swap*).

Stav banaka prema dioničarskom vlasništvu i korporacijskoj kontroli

Moguće ponašanje banaka kao korporacijskih upravljača ovisi često o njihovim upravama. Novije analize investicijski relevantnih odluka bankarskih menadžera upozoravaju da te odluke bitno ovise o njihovoj percepciji poteza vlade prema poduzećima. Posuđuje li se novac poduzećima koja – zbog položaja na tržištu, svoje veličine ili nekog drugog razloga – mogu računati u kritičnim trenucima na podršku države, i krediti banaka lakše se odobravaju. Ako je riječ o poduzećima koja

ne mogu računati na takvu podršku države, i uprave banaka mnogo više računa vode o tržišnim uvjetima poslovanja i bonitetu zajmoprimca.

Dittus i Prowse su u svojoj studiji došli, nakon obavljenih razgovora s velikim brojem rukovodećih ljudi banaka, do zanimljivog zaključka. Naime, iako se mišljenja rukovodećih ljudi banaka o nekim temama uveliko razlikuju, ovisno o pojedinačnoj povijesti banke, tržišnom položaju i vlasničkoj strukturi, nije bilo razlika u tri područja od opće važnosti.

A. *Nove privatne banke u srednjoj Europi i Rusiji ne žele imati u vlasništvu poduzeća niti sudjelovati u korporacijskom upravljanju vlasničkim udjelima u tim poduzećima.* Razlozi su tome višestruki. Privatni bankari drže da je uloga aktivnog dioničara iznimno skupa glede angažiranih ljudskih potencijala i upravljačkog vremena, a dobiti vrlo mali s obzirom na to da se zapostavljaju primarni poslovi banaka. Zatim, oni žele izbjeći "moralnu obvezu" povećanog financiranja "vlastitih poduzeća"; to se doživljava kao izrazit sukob interesa između vlasništva i nezavisne procjene kreditnih zahtjeva. Treće, privatne banke ne vide mnogo radne, kvalifikacijske i upravljačke sinergije između pozajmljivačkih poslova i poslova korporacijske kontrole. Po njihovu mišljenju, riječ je često o posve različitim poslovima glede znanja i umijeća angažiranih ljudi koje bi pak bilo preskupo usmjeravati i na poslove restrukturiranja poduzeća. Četvrto, te dinamične nove banke (pogotovo u Rusiji) misle da poslovima kreditiranja i financijskim praćenjem svojih komitenata imaju dosta potrebnih informacija o njima. Eventualno vlasništvo nad tim poduzećima ne bi bitno smanjilo "informacijsku asimetriju" između njih i *insidera* u tim poduzećima. Ukratko, nove privatne banke usmjeravaju se na sržne financijske poslove (*core business of relationship banking*) i uglavnom ne razmišljaju o aktivnom uključanju u poslove korporacijskog upravljanja – bez velike nužnosti.

B. *Velike i djelomično državne banke svoju ulogu u restrukturiranju poduzeća i korporacijskoj kontroli vide tek u onoj mjeri u kojoj je to nužno zbog povrata uložениh (kreditnih) sredstava.* U Mađarskoj i Poljskoj programi rekapitalizacije prisilili su banke na aktivniju ulogu u restrukturiranju insolventnih poduzeća. Te banke ionako nisu imale mnogo izbora, ali prva iskustva su ih već upozorila koliko je uloga aktivnih dioničara kompleksna i zahtjevna: vremenski, financijski, ljudskim resursima i upravljačkim znanjem.

Primjer iz Poljske donekle svjedoči kako se ponašaju banke nakon početka primjene zakona o financijskom restrukturiranju. Ovaj zakon obvezuje banke zahvaćene programom rekapitalizacije da naprave određene ugovore sa svojim duž-

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

nicima. Imale su/imaju nekoliko mogućnosti: mogle su zamijeniti dugove za vlasničke udjele (*debt-equity swap*), otpisati ih, reprogramirati dugove bez posredovanja sudova ili pak prodati neotplaćene zajmove s popustom na sekundarnom tržištu. Banke su se u oko 30 posto slučajeva priklonile tehnici pretvaranja dugova u vlasničke udjele. Primjerice, Poljska razvojna banka (Polski Bank Rozwoju) napravila je dva "swapa" i ima investicijske udjele još u 15 drugih poduzeća. Njezin izvršni odjel za investicije ima osam ljudi, a često se služi i uslugama stranih konzultanata radi obavljanja novih poslova u ovom području. Unatoč malog broja ljudi u izvršnom odjelu za investicije, ova je banka jedna od najaktivnijih u području dioničkih investicija i restrukturiranja poduzeća.

Slučaj te banke tek donekle oslikava opću nevoljkost i velikih banaka da preuzmu aktivniju ulogu u korporacijskoj kontroli u konkretnim privatizacijskim i već postprivatizacijskim prilikama. Postoje samo dvije iznimke od ovog obrasca ponašanja. Jedna je situacija kad banke shvate da uprave poduzeća namjerno smanjuju vrijednost imovine poduzeća ne bi li ga zatim jeftino (ot)kupile. Banke su u toj situaciji relativno češće spremne kupiti većinske udjele dionica, da bi zatim zamijenile postojeću upravu. Druga je situacija kad se procijeni da postoje poduzeća s neiskorištenim unutarnjim potencijalima. Tada je i više banaka spremno otkupiti vlasničke udjele, i do 20 posto dionica. Ovaj je potez u pravilu povezan s prijašnjim nalaženjem novoga, bogatoga investitora (*strategic investor*) koji je spreman od banke vrlo brzo otkupiti poduzeće. Ovdje je riječ obično o stranim investitorima koji na taj način relativno brzo ulaze na poljsko tržište.

C. *Zamjena dugova za vlasničke udjele nije popularna u bankama.* Ta se tehnika "prebijanja" dugova u Poljskoj javila u oko 30 posto slučajeva. U Mađarskoj je taj oblik konsolidacije banaka još nepopularniji. Općenito govoreći, banke u postsocijalističkim zemljama nisu sklone "zamijeniti loše dugove za još lošije vlasničke udjele". Tome se prilazi obično onda kad drugih, boljih rješenja nema na vidiku.

Nakon svega, ovdje se postavlja ključno pitanje: trebaju li banke u post-socijalističkim zemljama u ovoj fazi tržišne transformacije uopće dominantnije sudjelovati u korporacijskom upravljanju? Ako ovdje za duže razdoblje – zbog nerazvijenog tržišta kapitala, nedostatno javno dostupnih financijskih i drugih informacija, nedostatka potrebnih financijskih i upravljačkih znanja, relativno malog broja preuzimanja poduzeća od strane *outsidera* – nije primjenjiv američki model korporacijskog upravljanja, znači li to da korporacijsku kontrolu valja prepustiti sadašnjim velikim dioničarima? I ako da, gdje je mjesto banaka među njima? Danas je situacija toliko netrans-

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

parentna da postoje i zagovornici i protivnici veće uloge banaka u novom sustavu korporacijske kontrole. Po mišljenju Dittusa i Prowsea, bankama za sada ne bi trebalo prepustiti odlučujuću ulogu u korporacijskom vodstvu. Uglavnom iz već naznačenih razloga. No, oni ne isključuju takvu ulogu banaka u nekom "srednjoročnom razdoblju", kad banke budu slobodne od sadašnjih problema.

Takva moguća uloga banaka već sada traži ukidanje još postojeće prakse iz socijalističkog razdoblja. Prvo, moraju se posve raskinuti odnosi između države i banaka. Potpuna privatizacija, čini se, jedina je garancija protiv odluka o investicijama pod utjecajem državnih tijela. Drugo, valja napustiti stav, još uvijek žilav u nekim zemljama, da će država loše pozajmice i investicije tek tako otpisati, bez iole težih posljedica za sadašnje uprave banaka. Treće, što je jača konkurencija među bankama, to se one efikasnije i tržišnije ponašaju. U tom bi smislu vlade istočnoeuropskih zemalja trebale bi poticati osnivanje novih banaka i ulazak inozemnih banaka na domaće tržište. Najzad, učinkovit nadzor poslovanja banaka od državnih i autonomnih bankarskih institucija također je važan za uspješan početak jednog na bankama utemeljenog sustava korporacijskog upravljanja.

Privatni investicijski fondovi kao rezultat masovne privatizacije

Jesu li privatni investicijski fondovi bolje rješenje za nove sustave korporacijske kontrole od banaka? Po mišljenju nekih autora privatizacijski investicijski fondovi najoriginalnije su financijske institucije nastale u posljednjih nekoliko godina u postsocijalističkim zemljama. U svakom slučaju, ti su fondovi jedan od najvidljivijih rezultata češko (-slovačkog) modela "masovne privatizacije" i pokušaja tvorca modela, češke liberalne političke elite, da se uz pomoć fondova maksimalno smanji državno vlasništvo nad poduzećima i razvije tržište kapitala. Jasno, danas i druge zemlje prihvaćaju neke tehnike masovne privatizacije (Rusija, Poljska, Hrvatska), pa se i u njima nalaze ili tek planiraju različiti oblici privatizacijskih fondova (usp. Frydman, Pistor, Rapaczynski, 1996.).

Ovdje ćemo se, zbog ograničenog prostora, usmjeriti na problem uloge fondova u korporacijskom vodstvu na primjeru Češke, zemlje u kojoj je on možda najuočljiviji zbog naravi privatizacijskog modela. Kao što je poznato (Čengić, 1995.; Ostović, 1996.), osnovna su obilježja češko(-slovačkog) privatizacijskog modela: participacija široke javnosti; slobodnotržišno nadmetanje za dionice u sklopu aukcijskih krugova; slobodno, tržištem motivirano kretanje cijena; liberalni pristup privatizacijskim programima; pravom da programe privatizacije mogu predlagati i subjekti izvan poduzeća izbjegle su se pre-

● **TABLICA 6**
Prvih deset čeških
fondova – prvi val
privatizacije

Izvor:
Wood & Securities,
prema: Central
European Economic
Review, June 1995.

velike povlastice za radnike, menadžere i druge segmente "insidera" (što je poseban slučaj u Rusiji, djelomice i u Hrvatskoj); oslonac na autoregulaciju tržišta kapitala; restrukturiranje poduzeća ostavljeno je novim vlasnicima. No, privatizacijski investicijski fondovi pojavili su se i u drugim zemljama, primjerice u Poljskoj.

Fond	Osnivač/Upravljač	Tržišna kapitalizacija (milijuni USD)
1. Sporitelni Privatizacni	Sporitelni Investicni Spolecnost (banka)	296
2. Harvard Dividend	Harvard Capital & Consulting a.s. (privatno)	159
3. Komerčni Banka IF	IKS Komerčni Banky (banka)	148
4. RIF	Prvni Investicni a.s. (banka)	147
5. PIF IPF	KIS Ceska Pojistovna (osiguravajuće društvo)	96
6. Harvard Growth	Harvard Capital & Consulting (privatno)	91
7. Fond Rychleho Vynosu	Prvni Investicni a.s. (banka)	74
8. Creditanstalt IPF	Creditanstalt Investment Co. (banka)	66
9. Rentiersky	Prvni Investicni a.s. (banka)	63
10. Zivnobanka IF	Zivnobanka Trust a.s. (banka)	57

Ulagачi	Prosječna vrijednost	Standardna devijacija	Minimum	Maksimum
Država	8.37	15.38	0.00	84.00
Pojedinci	36.53	21.62	1.56	96.82
P I F	39.39	22.22	0.00	90.89
Domaći ulagači	3.25	12.51	0.00	84.00
Strani ulagači	1.34	8.00	0.00	80.00
Neprodano	11.12	-	1.14	92.83
Prvi fond po veličini	13.42	6.26	6.00	32.44
Prvi i drugi fond po veličini	22.20	10.86	0.00	49.97
Prvih deset fondova	38.36	21.32	0.00	86.52

● **TABLICA 7**
Distribucija dionica
nakon dva
češko-slovačka
privatizacijska vala
(u %, na temelju
1.491 poduzeća
obuhvaćenih
programima)

Izvor:
Coffee, Jr., 1996.

U prvom valu privatizacije u Češkoj i Slovačkoj (1991.-1992. g.) registrirana su 434 privatizacijska investicijska fonda (PIF) koji su privukli oko 72 posto svih vaučera; od ukupno 8.54 milijuna građana s kupljenim vaučerskim certifikatima, njih 5.8 milijuna (68 posto) uložilo ih je u neki od nastalih investicijskih fondova. Većina tih fondova nastali su kao podružnice velikih poslovnih banaka, štedionica i osiguravajućih društava. Iznimka je privatna investicijska kompanija V. Koženjija (Harvard Capital & Consulting, tablica 7), danas s portfeljom od oko 200 milijuna USD. Fondovi povezani s bankama od samog su početka bili uspješniji u prikupljanju vaučera: oni su u prvom valu prikupili gotovo 60 posto od svih fondovski prikupljenih vaučera. Razlozi su tome vjerojatno u nekoliko početnih prednosti banaka pred privatnim fondovi-

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

ma. Prvo, banke su kroz razgranatu mrežu nacionalnih poslovnica svojim fondovima omogućile brži pristup do građana. Drugo, one su svojim fondovima mogle za početne troškove poslovanja, marketing i oglašavanje pozajmiti izdašnija financijska sredstva. Treće, banke su u javnosti uživale ugled relativno kompetentnih institucija, uz to i institucija pod državnom regulativom i kontrolom.

Drugi val privatizacije (1994. god.) brojem obuhvaćenih poduzeća bio je znatno manji, a proveden je samo u Češkoj. U njega je bilo uključeno 861 poduzeće, a u prvom valu sudjelovalo je 1491 poduzeće (od toga je bilo 988 čeških poduzeća). U ovom je valu oko 6.15 milijuna čeških građana kupilo vaučerske kupone, a za njih su se natjecala 353 privatizacijska investicijska fonda. I ovaj su put fondovi privukli najveći broj imatelja vaučera: 64 posto vaučera investirano je ovaj put u fondove, što je svega 4 posto manje nego u prvoj privatizacijskoj ponudi. I ovaj put su dominirali najveći fondovi, iako je donekle opala razina koncentracije. Primjerice, 15 najvećih fondova prikupilo je oko 2.5 milijarde vaučerskih bodova od ukupno 6.15 milijardi raspoloživih vaučerskih bodova u drugom privatizacijskom valu. To znači da je u ovom valu u fondovima završilo oko 40.65 posto vaučerskih bodova, a u prvom privatizacijskom valu 13 najvećih investicijskih kompanija privuklo je oko 42.8 posto vaučerskih bodova (Coffee, Jr., 1996.). Zanimljivost je ovoga vala bila i u tome što je porastao broj građana koji su se javljali kao individualni dioničari. Nisu ulagali u fondove već prije u poduzeća koja su već kotirala na burzi (primjerice, u CEZ, češko elektroprivredno poduzeće i slične monopoliste) i kod kojih se očekivao brzi rast cijena dionica, odnosno isplata visokih dividenda.

Utjecaj i posljedice investicijskih privatizacijskih fondova

Osnovni oblik fondova rođenih masovnom privatizacijom jest dioničko društvo čiji su dioničari pojedinci koji su zamijenili svoje vaučere za dionice samoga fonda. Glede upravljačke strukture fondova, većina čeških, slovačkih, ruskih i poljskih fondova ima dvojne odbore, prema njemačkom korporacijskom modelu. Posebna upravna društva sklapaju menadžerske ugovore s nadzornim (vanjskim) odborima fondova i na temelju njih se imenuju uprave fondova. Pravno, u većini zemalja fondovi su osnovani kao dionička društva otvorenoga tipa, iako ih ima i zatvorenoga tipa (Ostović, 1996.). No, glede naše teme važno je istaknuti nekoliko stvari usko vezanih uz postprivatizacijsko korporacijsko vodstvo.

A. Problem isprepletenu vlasništva

U češkoj privatizaciji dva su procesa išla u početku usporedno, a kasnije isprepletenu; prvo, fondovi su se htjeli pred-

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

staviti kao moćni financijski posrednici prikupljanjem vaučera i njihovim investiranjem u privatizirane tvrtke. Drugo, (ne) izravni osnivači vodećih fondova – glavne češke financijske institucije – i same su se privatizirale. U kasnijoj fazi privatizacije oba su se procesa toliko povezala da je jedan od njihovih izravnih rezultata isprepletano vlasništvo fondova i njihovih osnivača (*cross-ownership*).

A. Banka Ceska Sporitelna		B. Banka Komerčni banka	
1. Fond nacionalne imovine	40.0	1. Fond nacionalne imovine	44.0
2. HC & C	12.9	2. HC & C	17.6
3. Investicni banka	8.8	3. Investicni banka	10.8
4. Komerčni banka	3.9	4. Ceska Sporitelna	4.9
5. Ceska Poistovna	0.2	5. Vseobecna Uverova	4.3
6. Vseobecna Uverova	1.6	6. Komerčni banka	3.4
7. Slovenska IB	0.8	7. Ostali	12.0
8. Slovenska Poistovna	0.3		
9. Agrobanka	0.6		
10. Ostali	31.9		

❶ **TABLICA 8**
Vlasnička struktura u
dvije velike češke ban-
ke nakon prvoga pri-
vatizacijskog vala (%)

Izvor:
Coffee, Jr., 1996.

Razina isprepletenosti vlasništva može se vidjeti iz ovih primjera. Ceska Sporitelna je jedna od najpoznatijih banaka, držeći oko 80 posto depozita građana. Ona je u prvom valu privatizacije osnovala jedan od najvećih fondova. Međutim, u to je vrijeme privatizirano i 37 posto njezinih vlastitih dionica (40 posto zadržao je Fond nacionalne imovine, 23 posto ostale institucije i pojedinci). Dogodilo se da je 29.1 posto dionica Ceska Sporitelne završilo u portfeljima osam velikih financijskih institucija (tablica 8). U slučaju Komerčni banke koncentracija vlasničkih udjela je veća: kod nje – izuzmemo li Fond nacionalne imovine – pet velikih financijskih institucija drži 44 posto dioničkog kapitala.

U Investicni banci pojavio se još čudniji obrazac isprepletenoga vlasništva. Naime, ono je tu povezano sa samovlasništvom. Fond nacionalne imovine zadržao je 45 posto dionica banke, ali je privatizacijski fond osnovan od investicijskog društva iste banke kupio 17 posto dionica Investicni banke, svog "neizravnog roditelja". Iako su i neki drugi, od bankarskih društava osnovani fondovi, kupovali dionice svojih "roditelja", fondovi povezani sa češkom i slovačkom Investicni bankom investirali su u razmjerno velike postotke dionica tih istih banaka, tako da je vrlo upitno jesu li te banke uopće privatizirane. Linija isprepletenoga vlasništva još se nastavlja: ne samo da su fondovi Investicni banke stekli značajne vlasničke udjele u banci, već i sama banka drži više od 10 posto dionica u svakom od fondova osnovanih od njezina investicijskog društva (Pravni investicni, a.s. ili PIAS).

Pojava isprepletenoga vlasništva iznenadila je tvorce češkog privatizacijskog zakona. Doduše, zakon o investicijskim društvima i investicijskim fondovima iz 1992. godine izričito je zabranio takve kupovine vlasničkih udjela. Međutim, zbog pravnih nedorečenosti, a i političkih motiva (strah od HC & C, Fonda nacionalne imovine, itd.), proces je poprimio neželjene dimenzije.

B. Problemi korporacijskog upravljanja

Formiranje upravljačkih struktura započelo je već krajem prvoga privatizacijskog vala. Po prešutnom pravilu, fondovima su prepušteni upravni odbori privatiziranih poduzeća, a bankama i drugim financijskim institucijama nadzorni odbori tih poduzeća. U praksi je to značilo da tri do šest (većinskih) fondova-vlasnika imenuju do tri ne-izvršna direktora u uprave poduzeća. Po nekim mišljenjima, svaki fond s više od 10 posto dionica može izboriti barem jedno mjesto u upravnom odboru poduzeća. Fond PIAS, koji je obično držao maksimalnih, zakonom dopuštenih 20 posto udjela po pojedinom poduzeću, imao je svoje ljude u 50 – 70 poduzeća. PIAS je predstavljalo u tim poduzećima 5 – 7 direktora: jedan do dva bili su ljudi iz menadžementa fonda, a ostali "vanjski stručnjaci".

Pronalaženje predstavnika-direktora za mjesta u upravnim odborima je u nadležnosti investicijskih društava. Primjerice, PIAS je 1994.-95. godine morao popuniti 150-170 mjesta u upravnim odborima (tada je imao u portfelju 300 poduzeća). Svaki od njegovih predstavnika potpisuje ugovor s PIAS-om u kojem se obvezuje da će raditi u interesu pojedinačnog poduzeća, a ne posebno fonda. Obično po jedan predstavnik PIAS-a djeluje u 2 – 3 upravna odbora, pri čemu se nastoji izbjeći sukob interesa: predstavnici fonda postavljaju se obično u upravne odbore poduzeća koji nisu aktivni tržišni takmaci u okviru iste industrije. Harvard Capital & Consulting, kao privatni fond, imao je drukčiju politiku popunjavanja direktorskih mjesta u upravnim odborima. HC&C je u prvom valu ostvario udjele u 51 poduzeću, s tim da je snažniju upravljačku ulogu zadobio u 35 poduzeća. Svoje predstavnike u upravnim odborima regrutirao je izvana (5 – 7 ljudi), s tim da je svaka od tih osoba mogla sjediti u (prosječno) pet upravnih odbora.

Portfeljno najveći fondovi imali su i najviše problema s nalaženjem ljudi za direktorske pozicije u upravnim odborima privatiziranih poduzeća. SIS, investicijsko društvo banke Ceska Sporitelna, imalo je u portfelju 500 poduzeća, s oko 280 mjesta u upravnim odborima. Da bi ih popunio, fond je angažirao većinom svoje ljude (ukupno je imao 120 zaposlenih) te 10 – 12 vanjskih suradnika. Kako fond nije išao na angažman ljudi iz matične banke, postavilo se pitanje može li niži ešalon

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

njegovih rukovoditelja uspješno obavljati poslove člana upravnih odbora. Osim toga, postojali su i znakovi da je taj angažman bio svojevrsna kompenzacija za male plaće na redovnim poslovima u fondu. Ova dvojba do danas nije riješena. No, ona se veže uz širu pozadinu problema: korporacijske uprave postale su dobro plaćena mjesta za tisuće malo-gradskih bankarskih rukovoditelja, profesora i računovođa. Članovi upravnih odbora mogu za dva-tri dana rada u pojedinom odboru zaraditi i do 1000 USD.

U Češkoj je također općerašireno nezadovoljstvo radom i nadzornih i upravnih odbora. Prema mišljenju direktora uspješnijih fondova većina članova upravnih odbora zazire od bilo kakvoga rizika. "Čak i tamo gdje fondovi imaju većinu dionica, njihovi predstavnici se ne miješaju u upravljačke probleme, držeći da je njihova temeljna uloga da proslijeđuju (potajne) informacije o poduzećima upraviteljima fondova". Na drugoj strani, neposredni menadžeri poduzeća žale se da su upravni odbori često bez ikakvih konkretnih ideja o poslovnoj strategiji ili poslovnom planu. Ipak, otkako su fondovi preuzeli upravljanje nekim poduzećima, otpuštanja nesposobnih direktora postala su učestalija.

Početak 1994. godine činilo se da fondovi međusobno relativno lako surađuju u upravnim odborima poduzeća u kojima su dijelili vlasničke udjele. No, krajem iste godine došlo je do većih nesuglasica između fondova povezanih s bankama. Postavilo se pitanje koju će banku poduzeće u vlasništvu nekoliko fondova uzeti za glavnog zajmodavca (Komerčni banka ili Investicni banka). Iza ovoga sukoba krije se opasna praksa da bankarski fondovi češće služe kao agenti banaka, a ne vlastitih dioničara. U načelu, ako banka kontrolira korporacijski odbor preko "svojih" fondova, ona može nametnuti poduzeću rentu u većim kamatama na posuđeni novac. Ta je pojava poznata i u Njemačkoj, iako nije možda tako uočljiva kao u postsocijalističkim zemljama.

Osnovna dvojba koja se nazire u pozadini jest ova: trebaju li fondovi aktivno upravljati poduzećima ili samo svojim portfeljom? Ovisno o tome postavlja se i pitanje pribavljanja manjeg ili većeg broja kvalificiranih ljudi za aktivan rad u upravnim odborima poduzeća. Kad je riječ o bankama, i ovdje se postavlja pitanje njihove dvojne uloge – kao vjerovnika i zajmodavca s jedne strane te portfeljskih menadžera s druge strane.

C. Češki i njemački model korporacijskog upravljanja

Jedna je od temeljnih pretpostavki češkog modela privatizacije da će on evoluirati u smjeru njemačkog modela korporacijske kontrole. Doista, kako smo vidjeli, za sada je malo uvjeta za pojavu američko-britanskog modela korporacijske kont-

role. Prihvatimo li to kao sigurno, postavlja se pitanje je li prihvatljiva i teza o mogućoj evoluciji sustava ka njemačkom modelu korporacijskog upravljanja.

Ključne razlike između njemačke i češke situacije možemo svesti na sljedeće. Prvo, njemačke banke ipak posjeduju velik broj dionica poduzeća u svoje vlastito ime. Uz to, one imaju punomoći malih dioničara. Njihovi vlastiti udjeli, poseban tip poslovne kulture i zastupanje malih dioničara, tjeraju ih da vlastite interese ipak kako-tako povezuju s interesima ostalih dioničara. Suprotno tome, češke banke formalno nemaju izravnih vlasničkih udjela u poduzećima – udjele imaju fondovi osnovani od njihovih investicijskih društava. Drugo, veliki su dioničari, kako smo vidjeli, gotovo pravilo u Njemačkoj. Iako je češko dioničarstvo također visoko koncentrirano, nijedan fond ne može legalno imati više od 20 posto dionica pojedinoga poduzeća. Treće, većina čeških privatizacijskih investicijskih fondova nema veće mogućnosti da maksimizira vrijednosti dionica u portfelju, jer nakon drugog privatizacijskog vala ne očekuju daljnju prodaju svojih dionica. To je posve suprotno od, primjerice, otvorenih američkih uzajamnih fondova koji redovito nude svoje dionice javnosti.

Zbog tih razloga čini se da je vrlo upitno je li češki, kao uostalom i poljski, model postprivatizacijskog korporacijskog vodstva preporučljiv model i za druge postsocijalističke zemlje. U stvarnosti, taj sustav još uvijek ne sliči njemačkom korporacijskom modelu, niti je sličan američko-britanskom modelu korporacijskog vodstva. Rasprave, pitanja i dvojbe o njegovim dosezima će se, bez sumnje, nastaviti. Najvažnije je, međutim, u kojem će se smjeru razvijati konkretna situacija. Hoće li se fondovima prepustiti uloga stvarnih, većinskih vlasnika, tako da se ukine ograničenje od 20 posto vlasničkog udjela po jednom poduzeću? Dodatno, kakva će se nadzorna struktura nad fondovima uspostaviti? Zatim, hoće li se i na koji način fondovi iznutra financijski konsolidirati? Drugi val privatizacije preživjelo je 400 fondova; većina njih je nemoćna, neučinkovita i mala. Mnogi će ubrzo postati insolventni jer će administrativni troškovi i godišnje menadžerske naknade postupno "pojesti" svu preostalu imovinu.

Jasno, tu je i jedan od najtežih problema: kako se izvući iz paučine "isprepletenoga vlasništva"? S obzirom na ograničenu likvidnost tržišta dionica, čini se da nije realno narediti s bankama povezanim fondovima da prodaju sve svoje udjele u njima i osiguravajućim društvima. Jedine kompanije koje bi te udjele mogle kupiti – i to uz veće popuste – su privatni fondovi, poput HC & C. No, na taj bi se način privatni fondovi pretvorili u jake kontrolne rivale bankama. Je li to prihvatljivo još uvijek jakim državnim bankama i političkoj strukturi? Možda bi jednostavnije, iako ne i manje radikalno, bilo

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

rješenje da se upravljačka društva posve odvoje od banaka. Banke i osiguravajuća društva trebali bi prenijeti svoje udjele u "svojim fondovima" izravno na njihove dioničare. Mogući rezultat mogao bi biti da bi sada investicijska društva došla pod kontrolu banaka. No, banke bi se barem oslobodile njihove, institucionalno neprirodne, veze i kontrole.

ZAKLJUČNE NAPOMENE

U ovom smo radu razmotrili neke novije analize problema korporacijskog upravljanja u zapadnim i postsocijalističkim zemljama. Najviše smo se zadržali na češkom privatizacijskom iskustvu, jer ono zorno oslikava kompleksnu, često konfuznu ulogu starih i novih financijskih institucija u korporacijskoj kontroli. Uvodno smo razmotrili neke zajedničke pretpostavke funkcioniranja zapadnih modela korporacijskog upravljanja. Primjeri iz SAD-a, Njemačke i Japana predstavljaju zapravo različite modele upravljačkih uloga banaka u razvijenoj tržišnoj privredi. U SAD-u najvećih pet dioničara imaju prosječno 25 posto korporacijskih dionica. Vlasnička koncentracija je viša u Japanu, ali je najveća u Njemačkoj, gdje holdinzi pet najjačih dioničara drže prosječno više od 40 posto dionica korporacija. Među gotovo 85 posto velikih korporacija postoji najmanje jedan dioničar s vlasničkim udjelom većim od 25 posto.

Mnogo je teže reći izdvaja li se već jedan izraziti model uloge banaka, odnosno fondova u korporacijskom upravljanju u postsocijalističkim zemljama. Studije P. Dittusa, S. Prowsea i J. C. Coffeeja (1996.) na globalnoj razini upozorile su na neke ograničavajuće čimbenike jače uloge banaka i privatizacijskih investicijskih fondova kao korporacijskih upravljača. Prvo, većina istočnoeuropskih poduzeća, uključujući i banke same, nema dosta poslovnih vještina i "know-how" zna-nja primjerenih zapadnim tržišnim modelima. To je izraženo osobito kod nefinancijskih tvrtki kojima su nova znanja iz mar-ketinga, računovodstva i financija možda najpotrebnija. Za-tim, tranzicijske zemlje pokazuju brojne primjere izražene "informacijske asimetrije" između *insidera* i *outsidera*, osobito glede temeljnih informacija o tržišnim potencijalima poduzeća i njegovim financijskim pokazateljima. Problem je osobito izražen u Rusiji u kojoj je privatizacijski proces doveo do pre-težne dominacije *insidera* u vlasničkoj strukturi poduzeća (Frydman, Rapaczynski, Earle, 1993.). Usporedo s tim procesom, uočljivo je da se u većini ovih zemalja, izuzevši možda Češku, tržišta kapitala razvijaju vrlo sporo. Burze su obično male, na njima kotira i u najrazvijenijim zemljama svega 20 do 30 tvrtki. To znači da će proces razvoja tržišta kapitala i pratećih regulativnih mehanizama u

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

postsocijalističkim zemljama vjerojatno biti vrlo spor. Drugim riječima, i moguće preslikavanje američko-britanskog modela korporacijskog vodstva u istoč-noeuropske prilike nije ostvarivo preko noći.

Češko iskustvo (ali i iskustva Poljske i Mađarske) pokazuje da postojeća praksa korporacijskog upravljanja ne sličiti niti njemačkom niti američko-britanskom modelu, iako se pretpostavljalo da će normativni model evoluirati u smjeru njemačkog modela korporacijskog upravljanja. To znači da u fazi postprivatizacije svaka od postsocijalističkih zemalja, pomno prateći međunarodna iskustva, ipak mora tražiti vlastite modele učinkovitog korporacijskog upravljanja. Oni će tek nakon određenog razdoblja (i prakse "učenja kroz činjenje") početi sličiti nekom od prepoznatljivih zapadnih modela ili će se pak – s obzirom na konkretne vlasničke oblike proizvedene privatizacijom – izdvojiti kao zasebni tipovi korporacijske kontrole.

LITERATURA

Aoki, M., K. Hyung-Ki (1995.), Corporate Governance in Transition Economies, *Finance and Development*, September 1995.: 20-22.

Aoki, M., K. Hyung-Ki (eds.) (1995.), *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks*, World Bank, Economic Development Institute, Washington.

Anderson R.E. (1992.), Opcije za prestrukturiranje vlasništva u Istočnoj Europi: slučaj Jugoslavije, u: *U potrazi za vlasnikom*, GKH, Croatia, Zagreb, str. 7-26.

Andreff W. (1996.), *Corporate Governance of Privatized Enterprises in Transforming Economies: a Theoretical Approach*, MOCT-MOST, vol. 6(2): 59-80.

Baums T. (1992.), Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany, Universitaet Osnabrueck, Institut fuer Handels- und Wirtschaft, *Working Papers*, No. 1/92.

Berglof, E. (1990.), Corporate Control and Financial Deregulation, *Wirtschaftlichtspolitische Blaetter*, vol. 37, 2-3: 145-154.

Coffee, J. C. Jr. (1996.), Institutional Investors in Transitional Economies, u: R. Frydman, C.W. Gray, A. Rapaczynski (eds.) (1996.), *Corporate Governance in Central Europe and Russia, Vol. 1.: Banks, Funds and Foreign Investors*, CEU Press, Budapest, London, New York, str.: 111-185.

*** Corporate Governance (1994.), London, *The Economist*, vol. 330 (7848): January 29-February 4, 1994. : 18 pp.

Dittus, P. S. Prowse (1996.), Corporate Control in Central Europe and Russia: Should Banks Own Shares?, u: R. Frydman, C.W. Gray, A. Rapaczynski (eds.) (1996.), *Corporate Governance in Central Europe and Russia, Vol. 1.: Banks, Funds and Foreign Investors*, CEU Press, Budapest, London, New York, str.: 20-68

Čengić D. (1995.), *Manageri i privatizacija: sociološki aspekti preuzimanja poduzeća*, Alinea, Zagreb.

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

Dobrinsky R. (1995.), *Microeconomic Adjustment in the Transition to Market Economy: an Overview of Enterprise Behaviour in Central and Eastern Europe*, Wiener Institut fuer Internationale Wirtschaftsvergleiche, Wien, No. 221, August 1995.

Edwards, J., K. Fischer (1994.), *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge (prema P. Nunnenkamp, 1995.).

Eisenhardt K. M. (1988.), Agency Theory: An Assesment and Review, *Academy of Management Review*, (1): 57-74.

Frydman, R., C. W. Gray, A. Rapaczynski (eds.) (1996.), *Corporate Governance in Central Europe and Russia, Vol. 1.: Banks, Funds and Foreign Investors*, CEU Press, Budapest, London, New York.

Frydman, R., C.W. Gray, A. Rapaczynski (eds.) (1996.), *Corporate Governance in Central Europe and Russia, Vol. 2.: Insiders and the State*, CEU Press, Budapest, London, New York.

Frydman, R., K. Pistor, A. Rapaczynski (1996.), Investing in Insider-Dominated Firms: A Study of Russian Voucher Privatization Funds, u: R. Frydman, C.W. Gray, A. Rapaczynski (eds.), *Corporate Governance in Central Europe and Russia, Vol. 1.: Banks, Funds and Foreign Investors*, CEU Press, Budapest, London, New York.

Frydman, R., A. Rapaczynski (1994.), *Privatization in Eastern Europe: is the State Withering Away?*, CEU Press, Budapest, London, New York.

Frydman, R., A. Rapaczynski, J. S. Earle et al (1993.), *The Privatization Process in Central Europe*, CEU Press, Budapest, London, New York.

Frydman, R., A. Rapaczynski, J. S. Earle et al (1993.), *The Privatization Process in Russia, Ukraine and the Baltic States*, CEU Press, Budapest, London, New York.

Gray J. (1996.), Why Privatization Just Might Work?, *Institutional Investor*, vol. 21 (2), February 1996.: 143-146.

Goić S. (1995.), Teorija agencije kao temeljni koncept odnosa u suvremenom poslovanju, Zagreb, *Računovodstvo i financije*, vol. 41 (11): 83-94.

Jensen, M. C., W. H. Meckling (1976.), Theory of the Firm: Managerial behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, (3): 306-360.

King, N. Jr., Can Anything Tame the Fund Monsters?, Brussels, *Central European Economic Review*, June 1995.: 24-26.

Marchiona-Fare A. (1995.), Put prema uspješnom nadzornom odboru, Zagreb, *Privatizacija*, vol. 1 (3): 38-41.

Michaels D. (1996.), Strange Bedfellows: the Polish State is an Unpredictable Shareholder, Brussels, *Central European Economic Review*, vol. 4 (8): 17

Miller K. (1995.), Hostile Takeovers Are Back. Here s How to Avoid One, *Fortune*, vol. 132 (2), July 1995.

Nunnenkamp P. (1995.), The German Model of Corporate Governance, The Kiel Institute of World Economics, *Kiel Working Paper No. 713*, Kiel, Novembar 1995.

Ostović D. (1996.), Masovna privatizacija, Zagreb, *Privatizacija*, vol.2 (13): 42-53.

Oviatt B.M. (1988.), Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests, *Academy of Management Review*, (2):214-225.

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

Porter M.(1992.), America s Failing Capital Investment System, Boston, *Harvard Business Review*, September-October 1992.

Pound J. (1992.), Beyond Takeovers: Politics Comes to Corporate Control, Boston, *Harvard Business Review*, March-April: 83-93.

Pound J. (1995.), The Promise of the Governed Corporation, Boston, *Harvard Business Review*, March-April: 89-152.

Salmon W. J. (1993.), Crisis Prevention: How to Gear up Your Board?, Boston, *Harvard Business Review*, January-February:68-75.

Županov, J. (1995.), *Poslije potopa*, Nakladni zavod Globus, Zagreb.

Problems of Corporate Governance in the Post-privatization Period

Drago ČENGIĆ
Institute of Social Sciences Ivo Pilar, Zagreb

Corporate governance in Western and Eastern European large enterprises is linked with the way how that owners are controlling the present managers, trying to achieve the most effective and the most profitable output of corporations. Perhaps the best known among Western models of corporate governance are the German and American-British models – the so-called bank-based and market-based models of corporate control. In this paper the problem of corporate governance in Eastern Europe has been outlined with special attention put on the role of banks and other financial institutions (privatization investment funds) in the development of corporate control. The post-privatization experience of several countries (Czech Republic, Poland, Hungary), as well as other empirical researches, suggest that Western practice of corporate control is hardly recognizable in Eastern European circumstances. The future development of market economy institutions and the termination of privatization projects in these countries will determine whether the existing corporate control will evolve into one of the known Western models of corporate control or into a special (Eastern European) type of corporate control practice.

Probleme bei der Verwaltung von Körperschaften nach der Privatisierung

Drago ČENGIĆ
Ivo-Pilar-Institut für Gesellschaftswissenschaften, Zagreb

Mit der Verwaltung von Körperschaften bezeichnet man im weitesten Sinne das System von Maßnahmen, mittels deren die Eigentümer eines Unternehmens die Arbeitsergebnisse eingesetzter Manager mitverfolgen, um eine wirksame und gewinnbringende Geschäftsführung des Unternehmens zu sichern. Von den westlichen Modellen der Körperschafts-

DRUŠ. ISTRAŽ. ZAGREB
GOD. 7 (1998),
BR. 6 (38),
STR. 767-792

ČENGIĆ, D.:
PROBLEMI
KORPORACIJSKOG...

verwaltung sind das deutsche und das amerikanisch-britische Modell der Managerüberwachung am bekanntesten. In vorliegender Arbeit werden, anhand des deutschen Modells der Körperschaftsverwaltung und der in Tschechien durchgeführten Privatisierung, die Probleme der Eigentümerkontrolle in privatisierten Großunternehmen, d. h. in Aktiengesellschaften untersucht. Besondere Aufmerksamkeit gilt dabei der Rolle von Banken sowie Privatisierungs- und Investmentfonds bei der Entwicklung erster Formen der Körperschaftsüberwachung in konkreten osteuropäischen Verhältnissen. Tschechische, polnische und ungarische Erfahrungen zeigen, daß das in diesen Ländern praktizierte Modell der Körperschaftsüberwachung weder dem deutschen noch dem amerikanisch-britischen Modell ähnelt, obwohl man (ausgehend von entsprechenden Rechtsvorlagen) angenommen hatte, daß sich das normative Modell in der Richtung des deutschen Vorbilds entwickeln würde. Das heißt, daß in dieser Postprivatisierungsphase jedes Transitionsland die international gewonnenen Erfahrungen aufmerksam mitverfolgen und trotz allem eigene Formen der Körperschaftsverwaltung finden muß. Erst nach Ablauf einer bestimmten Zeit (und der Praxis des "Lernens durch Handeln") werden diese Formen einem der bekannten westlichen Modelle zu ähneln beginnen, oder aber kann passieren, daß sie sich – infolge spezifischer Eigentumsformen, die aus der Privatisierung hervorgehen – als besondere Formen der Körperschaftsüberwachung durchsetzen.