Проф. др Љубомир Мађар *

ИНТЕРНО ДЕОНИЧАРСТВО КАО АЛТЕРНАТИВА У СТРАТЕГИЈИ ВЛАСНИЧКЕ ТРАНСФОРМАЦИЈЕ

1. Увод

Сврха овог текста јесте да се разјасни специфична и неуобичајена констелација интерног деоничарства и да се, водећи рачуна о природи услова под којима ће интерни деоничари остваривати свој економски интерес, утврде мотивационе силе које ће, у вези са формирањем дивиденди, утицати на понашање запослених који се јављају и у улози деоничара. За запослене се претпоставља да максимизирају свој укупни („лични") доходак који се састоји од плата и дивиденди. Анализа је усмерена тако да покаже да ће им се у условима постојања друштвеног капитала и одређеног, макар и скромно заступљеног, екстерног приватног власништва - највише исплатити да сав доходак усмере на плату, а ништа за дивиденде. Важан елеменат у извођењу потребних аналитичких налаза представља процена, тј. тврдња да расподела власништва над деоницама приближно следи расподелу личних доходака (у време кад су деонице куповане, као и данас) и да за мотивацију којом се плате форсирају на рачун дивиденди уопште није потребно да сви радници поседују исту вредност деоница. У новијој литератури тај резултат је недвосмислено установљен (Церовић 1996, Увалић 1995.). Анализа је строго теоријска у смислу истраживања структуре одговарајуће мотивације и утрђивања понашања које би морало преовладати ако би радници максимизирали укупна примања, дефинисана као збир плата и дивиденди. Сасвим конкретно, утврђује се шта се радницима највише исплати у управо прецизираном смислу и како би требало да се они понашају. У даљем тексту ће се поред термина „плате и зараде" без инхибиција користи-

* Економски факултет, Београд

ти и „лични доходак". Чиниће се то без обзира на очигледну самоуправну конотацију коју вуче овај израз. Оправдање је у још увек пренаглашеној доминацији друштвеног капитала, у преливању његовог доприноса у лична примања и да та, толико хетерогена категорија која садржи много нерадних компоненти, у стриктном смислу и не представља плату (зараду). Термин „лични доходак" свакако је прихватљивији. Емпиријска анализа, која би поткрепила назначено теоријско извођење, засад није потребна. Општепозната је, наиме, чињеница да дивиденди у фирмама с интерним деоничарством уопште нема. Пре годину-две помињано је пар предузећа и неколико банака који су исплатили нешто дивиденди. Тада је то истицано као изразит куриозитет, а сада се чак ни тако нешто не помиње. Тешко се може замислити боља емпиријска потврда теоријских извода које је предложио овај аутор (1995, а, б). Једнако тешко може се наћи убедљивији емпиријски деманти теорије која је имплицитно садржана у неким непотпуно артикулисаним али упорним оспоравањима налаза о „парадоксу вредновања капитала" у режиму интерног деоничарства.

2. Проблем и решење

Интерно деоничарство у нашим условима коегзистира са још увек јако заступљеним друштвеним капиталом. Та чињеница је од фундаменталног значаја. При евентуалном исказивању добити и исплати дивиденди, гро тог дохотка који се формира и присваја по основу власништва приписује се друштвеном капиталу, а занемарљиво мали износ могли би да наплате интерни деоничари. Због великог учешћа у односу на укупни капитал - нарочито откако је изгласан, а потом и спроведен чл. 34 а Закона о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине (познати Закон о ревалоризацији, „Службени гласник РС" 51/94) - било би упутније у претходној реченици уместо презента користити кондиционал. Ако је нпр. учешће приватног капитала овим законом сведено на око 4%, деоничари би на сваки динар својих дивиденди морали да издвоје 24 динара у пословни фонд, те да за толико увећају друштвени капитал. То им се очигледно не исплати; у систему, тек донекле модификован, делује Furubotn-Pejovich-ев ефекат.

Уза све, део дивиденди који припада физичким лицима, интерни деоничари деле са, додуше, скромно заступљеним екстерним власницима. Од 100 динара издвојених за дивиденде не припадају им ни она четири. Гору мотивацију кад су у питању дивиденде једва да је могуће и замислити.

Будући да запослени још увек управљају (и) по основу друштвеног капитала, и тако имају многи више управљачког утицаја

него што треба за потпуну контролу, природно је да за дивиденде не издвајају ништа, а део дохотка који би у стандардном тржишном аранжману притицао капиталу - без икаквих сметњи пребацују у своје плате. Они тако наступају као фактички власници у *fructusa* и у текућој расподели црпу потенцијалну добит над којом, ако би остала у предузећу и била употребљена за ширење капацитета, не би могли да дефинишу власничка права. Интерни деничари јављају се, дакле, и као управљачи друштвеног капитала и присвајачи његових ефеката, па је њихово зазирање и од саме помисли на дивиденде и, сходно дугој традицији, потпуно окретање личним дохоцима - неопозиво предодређено. Потпуно кресање дивиденди у актуелном финансијском аранжману на познати начин предодређује и обезвређивање капитала.

Но, сувише је лако позивањем на друштвени капитал и на повампирени Furubotn-Pejovich-ев ефекат доказати тезу о елиминисању дивиденди и далекосежном искривљавању вредновања капитала. Велике опасности и потенцијалне деформације постоје у режиму интерног деоничарства и без тог несумњиво најкрупнијег недостатка. Да би се он разумео, ваља уочити следећу елементарну али због тога ништа мање важну чињеницу. Супротно ономе што се као тобожња претпоставка за заштиту дивиденди у процесу расподеле појавило у домаћој литератури, услов за појаву мотивације да се у расподели обезбеде и дивиденде *није* неравномерна дистрибуција деоничара, односно постојање радника који располажу натпросечном, у односу на колектив као целину, вредношћу деоница. Напротив, радник може имати натпросечно учешће у приватизованом и чак укупном капиталу, па да ипак буде заинтересован не за дивиденде него за личне дохотке. То ће се десити ако је његово учешће у капиталу, иако натпросечно, *мање* од његовог учешћа у фонду личних доходака. Ако је нпр. просечно радничко учешће у капиталу 0,05%, а дати радник располаже са 0,08% деоничког капитала, он ће у расподели ипак претпостављати личне дохотке у односу на дивиденде ако му је учешће у платном фонду 0,1%. Примера ради, ако се у колективу одлучује о алтернативи да ли износ од 100.000 динара усмерити у плате или у дивиденде, дати радник ће се определити за плате. Разлог је очит: ако се посматрани износ прелије у плате, раднику ће припасти 100 динара, а у алтернативи дивиденди припало би му само 80.

Претпоставка је, дакле, да му је сваки динар једнако вредан без обзира на то да ли га присваја у облику плата или у облику дивиденди. У том смислу сасвим је свеједно по ком основу притиче доходак, само нека је што већи. Радник се сигурно неће определити за мања укупна примања само зато да би у његовој структури била више заступљена једна или друга компонента, плате или дивиденде.

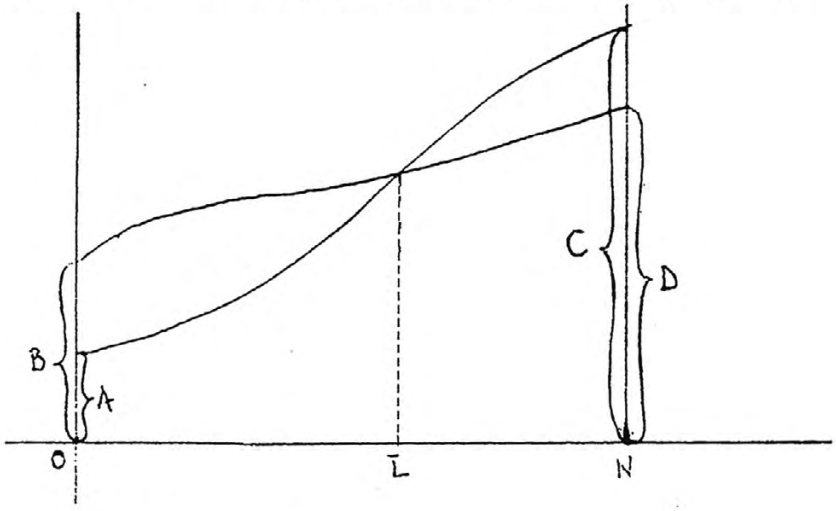
За даљу анализу прикладан је прецизан математички приступ. Биће утврђено да се мотивација за потпуно елиминисање деоница и преливање - апстрахујући порезе и доприносе - целокупне новостворене вредности у лична примања може јавити *чак и кад нема* друштвеног капитала и кад у структури власништва уопште нису заступљени екстерни деоничари. Другим речима, чак и кад цео капитал припада запосленима, постоје конфигурације расподеле својинских учешћа које генеришу мотивацију да се све усмери на лична примања, а ништа у дивиденде!

Нека су, дакле, запослени власници целог капитала. За сваког од њих недвосмислено је дефинисано учешће у оснивачкој главници (тј. у капиталу, *equity*) и учешће у суми личних доходака, односно платном фонду. Нека је скуп тако виђених запослених у предузећу обележен са S. Скуп S се природно декомпонује на скуп оних запослених код којих је учешће у капиталу веће него учешће у платном фонду (S_K) и свих осталих код којих је тај однос обрнут, тј. који у платном фонду учествују више него у капиталу (S_L). Требало би да је очигледно да ће у одлучивању о употреби дохотка запослених из скупа S_K гласати за дивиденде, а ни из скупа S_L за плате. Ваља запазити да ће то понашање бити конзистентно у смислу увек истог, непромењеног опредељивања, без обзира на то да ли је у питању укупни доходак или нека његова повећања, односно прирасти. Занемарујући порезе и доприносе, у сваком динару било укупног дохотка, било неког његовог дела, било његовог прираста - радници из скупа S_K добиће више ако се тај динар усмери у дивиденде, а запослени из скупа S_L добиће више ако динар буде усмерен на плате, тј. лична примања. Радник који у платном фонду учествује са 0,5% а у капиталу са 0,3% добиће из нпр. неког прираста дохотка од 1000 динара 5 динара ако се он алоцира у лична примања, а само 3 динара ако тај прираст буде употребљен за алиментирање дивиденди. Такав запослени гласаће да се додатни доходак употреби за плате. Запослени код кога је конфигурација двају учешћа обрнута гласаће да се та сума употреби за исплату дивиденди. Постоји, наравно, и трећа могућност - да се претпостављени прираст дохотка усмери у интерну акумулацију и употреби за повећање капитала, али је и ту лако увидети да ће таква одлука одговарати запосленима из скупа S_K, а не и онима из скупа S_L.

Нека индекс *i* обележава запослене у посматраном колективу, а нека је u_{Ki} учешће *i*-тог запосленог у капиталу предузећа и u_{Li} његово учешће у платном фонду. Јасно је да су нетом уведени скупови дефинисани на следећи начин:

$$S_K = \{i: u_{Ki} > u_{Li}\},\ S_L = \{i: u_{Ki} < u_{Li}\},\ S = S_K \cup S_L \qquad (1)$$

Нека сада сви запослени буду рангирани према свом учешћу у капиталу. Први у том редоследу биће онај са најмањим учешћем, следиће они са све већим и већим учешћем, да би се на крају нашао онај са највећим учешћем. Тиме је дефинисана једна дискретна функција $k(L_i)$, чије нумеричке вредности представљају сама та учешћа u_{Ki}, која има онолико вредности колико има и запослених. Њени аргументи су индекси којима су означени запослени, који су за ову врсту обележени са L_i; L_1 је први запослени, ..., и тако редом до L_N, узимајући да је N укупан број запослених. По логици своје конструкције ова функција је неопадајућа. Аналогно се дефинише и функције $w(L_i)$ која за исти редослед запослених даје њихово учешће у платном фонду. За разлику од $k(L_i)$, функција $w(L_i)$ може да има опадајуће сегменте. То ће се десити кад год се деси да неки запослени у односу на другог има мању плату, али већу вредност деоница у свом власништву. Изостављајући ради једноставности индекс i, две функције су представљене на Слици 1. Функција k(L) стрмија је од функције w(L), чиме је аналитички формализована претпоставка да су на скупу запослених плате равномерније расподељене него деонице, односно учешћа у капиталу предузећа.



Слика 1. Функције учешћа у власништву и платном фонду

Мерене учешћима, најмања плата (укључујући, како се и досад подразумевало, сва аналогна лична примања) износи A, а најмања вредност деоница, односно других аналогних власничких наслова, износи B. Највећа платна износи D, а највећа вредност власништва C. Одлучујућу важност има величина $\bar{L}$. То је она вредност индека запослених при којој се учешћа у капиталу и платном фон-

ду изједначују. Лево од $\bar{L}$ лоцирани су запослени код који је учешће у платном фонду веће од учешћа у капиталу и који ће у свим приликама гласати за плате. Ако се претпостави да они максимизирају своја лична примања, за њих је оптимална вредност дивиденди једнака нули. Десно од $\bar{L}$ лоцирани су запослени са обрнутом релацијом двају учешћа; пошто се и за њих претпоставља да максимирају лична примања, а имају веће учешће у капиталу и расподељеном профиту него у раду, за њих је оптимална вредност плата једнака нули а оптимална вредност (суме) дивиденди укупном дохотку. То је чиста логика темељне економске мотивације у аранжману у коме су запослени, сасвим нестандардно и нипошто уобичајено, јављају у још једној улози, тј. у улози власника. Друга је ствар што обе тако дефинисане чисте алтернативе неће у пракси доћи до изражаја, тј. неће се десити да цео доходак оде у дивиденде, иако се сада код нас дешава да се, по одбитку пореза и доприноса, цео доходак усмерава у плате. Она друга чиста алтернатива, алоцирање целог дохотка на дивиденде, очито не би никад могла доћи до изражаја зато што постоји и делује мноштво препрека и ограничења која нису укључена у модел, а пре свега околност да увек постоји неки минимум примања испод кога запослени нису спремни или способни да раде. При свему томе, моделом је откривена једна моћна мотивациона сила која не може а да не продукује велики учинак чак и кад због допунских ограничења не долази до неког онако потпуног, екстремног изражаја какав сугерише теорија.

Образац гласања о расподели дохотка сада се лако може утврдити. Без обзира на то да ли се ради о укупном дохотку, његовом прирасту или неком његовом (није важно како дефинисаном) делу, запослени лоцирани на дијаграму десно од $\bar{L}$ гласаће за дивиденде, а они лево - за лична примања, односно плате. Какав ће бити исход гласања? Треба се подсетити да је предузеће у целости у приватном власништву и да се гласа према влсничким учешћима, а не по начелу један човек - један глас. Дивиденде ће се у просеку гласања јавити као одабрана алтернатива само ако је због својинских учешћа десно од $\bar{L}$ већи од оног смештеног лево од те вредности.

Прецизније се овај резултат може изразити ако се, како је то уобичајено, дискретне функције $k(L_i)$ и $w(L_i)$ замене њиховим континуелним апроксимацијама и ако се, дакако, и за њихов аргумент прихвати да преставља континуелну променљиву. У том случају је интеграл функције k(L) у границама од $\bar{L}$ до N мера гласачке моћи оних који су заинтересовани за дивиденде, а интеграл исте функције у границама од O до $\bar{L}$ мера гласачке моћи оних којима је у интересу да се доходак систематски и у што већој мери - па и у целости - усмерава у личне дохотке. Термин „лични дохо-

дак" је, како је већ образложено, у овом контексту примерен, јер, баш као и у самоуправном систему, поред доприноса рада у стандардном строгом смислу речи, садржи и допринос капитала (и других фактора), тј. оно што раду према теорији алокације и вредновања уопште не припада.

Алтернатива дивиденди биће, дакле, изгласана ако је

$$\int_{\bar{L}}^{N} k(L)dL > \int_{O}^{\bar{L}} k(L)dL \qquad (2)$$

Будући да функција k(L) изражава учешћа и да је стога збир двају интеграла једнак јединици, горњи услов може се, кад се интеграл на десној страни изрази као разлика између јединица и интеграла на левој страни, трансформисати у следећи облик:

$$\int_{\bar{L}}^{N} k(L)dL > \frac{1}{2} \qquad (2a)$$

Налаз нипошто не би смео да изненади; да би дивиденде добиле свој мотивациони ослонац, они запослени који су због конфигурације власничких учешћа за њих заинтересовани - треба да имају контролни пакет акција. Ваља уочити да у овом склопу, за разлику од стања која се јављају у другим констелацијама, контролни пакет не може а да не прелази 50%. Јер, овде нема неких распршених, у корпоративном управљању неактивних и у одлучивању неутралисаних деоница због којих би и са мање од 50% могла да се успостави својинска доминација над предузећем. Дакако, на основу (2а) лако се може идентификовати и окарактерисати и ситуација у којој ће дивиденде бити елиминисане; има само да се обрне знак неједнакости. Важно је при том запазити да је анулирање дивиденди неупоредиво вероватније од, фактички немогућег, анулирања плата, ту је број допунских препрека и ограничења несравњено мањи, а изнад и пре свега за овај закључак је релевантна чињеница да оне нису претпоставке за животни опстанак и да немају карактер оног предуслова за било какво радно ангажовање који сасвим очигледно имају плате.

Да аргументација не би остала на нивоу апстрактног доказивања, упутно је пропратити је конкретним нумеричким примером. Једна од могућих илустративних демонстрација јесте следећа: Предузеће има 100 запослених, од којих 70 располаже са 55% вредности деоница, а у платном фонду учествује са 65%. Деонице и

плате могу да буду распоређене без већих неравномјерности, тако да је код свих (или довољне величине) запослених учешћа у платном фонду веће од учешћа у својини. Ти запослени са мањим појединачним учешћима у власништву ипак могу да оформе коалицију која ће имати својинску доминацију. Дивиденде ће бити збрисане. Осталих 30% запослених и боље су плаћени (имају веће учешће у платном фонду) и боље снабдевени деоницама (тек ту њихово учешће далеко надилази њихово учешће у броју живих глава), али им то не помаже да заштите свој интерес у расподели дохотка.

Наведени пример, рекло би се, добро илуструје она знања која у виду општих представља имамо у расподели плата и интерних деоница. Но, тиме се не исцрпљује његов значај. Важност примера састоји се пре свега у чињеници да он указује на могућност формирања коалиције која ће, чак и у одсуству друштвеног капитала и екстерног власништва, блокирати исплату дивиденди. Кад да се у обзир узме и екстерно власништво, а посебно друштвени капитал, хазарди елиминисања дивиденди многоструко се мултипликују.

3. Једна параметарска варијанта модела

Конкретнији и прецизнији резултати могу се добити само ако се функцијама k(L) и w(L) да неки једноставан и одређен параметарски облик. Овде ће тај облик бити одабран тако да се установи колика ће коалција запослених, која нема интереса за деонице, моћи да се оформи и под најнеповољнијим условима. У модел ће бит ' уграђена три таква неповољна услова. *Прво*, претпоставиће се да је предузеће у целости приватизовано, тј. да у њему нема ни динара друштвеног капитала. Евентуална заступљеност друштвеног капитала очигледно увећава коалицију која је против формирања дивиденди, јер се све оно што би припало том капиталу може пребацити у личне дохотке. *Друго*, претпоставља се да нема екстерних власника. Механизам деловања екстерног власништва знатно је сложенији и није једнозначан, како се то испоставило у случају друштвеног капитала. С једне стране, заступљеност екстерног власништва смањује својинска учешћа запослених и повећава број оних који у капиталу учествују мање него у платном фонду, те тако умањује мотивацију за формирње дивиденди. С друге стране, збир својинских учешћа запослених, управо зато што су она смањена због заступљености спољних власника, биће, ceteris paribus, за било који број запослених мањи него што би био у случају стопостотног интерног власништва. Исто тако, могућа је и коалиција екстерних власника, који су по логици ствари заинтересовани само за дивиденде, и оних запослених који имају исти интерес јер у капиталу учествују више него у платном фонду. Сви

су изгледи да ће превага имати онај претходни моменат - јачања броја и гласачке снаге оних што за дивиденде нису заинтересовани. Нарочито је велика вероватноћа да се то деси у, свакако вероватном, случају да нема превелике разлике између дистрибуције плата и дистрибуције деоница. Томе треба додати и учинак друштвених и људских веза унутар колектива: запослени су међусобно везани многоструким нитима и нема много изгледа да ће се то живо социјално ткиво лако кидати зарад формирања сваеза са онима који „на уштрб рада" хоће да извуку део дохотка по основу власништва над капиталом. *Трећа* компонента која делује у истом смеру јесте сама структура модела. Претпоставља се, наиме, униформна *неједнакост* у расподели власничких учешћа у предузећу. Конкретније: претпоставља се да се сви запослени могу рангирати према висини тог учешћа, и то тако да сваки следећи има за $100r_k\%$ више (вредности) деоница од оног који му непосредно претходи. Ако први у том редоследу има $100A\%$ укупне вредности деоница предузећа, и ако N број запослених, онда ће онај са највећим власничким учешћем имати $100\,A(1+r_k)^N\%$ укупног капитала у предузећу. Једноставности ради, посебно ради структурирања модела на начин који неће превише отежати његову манипулацију, претпоставља се да је редослед запослених по висини плата идентичан са њиховим редоследом по власничким учешћима, и да сваки наредни у односу на оног што му непосредно претходи има плату већу за $100r_L\%$. Узима се да је $r_L<r_K$: плате су равномерније распоређене од учешћа у власништву над капиталом. Оваква конфигурација власништва над капиталом и учешћа у платном фонду, баш као и претпоставка о одсуству друштвеног капитала и екстерног власништва, јако отежава формирање коалиције која ће бити стварање и исплату дивиденди. Ако се под тим неповољним условима докаже могућност формирања једне велике коалиције која обухвата већину запослених и високо (иако не већинско) учешће капитала, онда је крајњи закључак веома јак. Идентификована је једна важна сила која делује против дивиденди. Важнији од тога биће следећи резултат: однос гласачке снаге јако је осетљив на појаву друштвеног капитала и екстерног власништва. Испоставља се да чак и мали проценат било једног било другог јако повећава скупину оних чија су својинска учешћа испод учешћа у платном фонду. Штавише, тај тако увећан број стиче и својинску доминацију. Идући за својим интересом, запослени своја учешћа у капиталу користе не да дођу до дивиденди, него да повећају плате. Услови за појаву коалиција које ће блокирати дивиденде тако су једноставни и лако остварив да се једино може очекивати да оне постану - као што су увелико и постале - део живе пословне стварности југословенске привреде.

Сходно претходно дефинисаним функцијама, учешћа i-тог по реду радника у капиталу (и дивидендама) и платном фонду биће

$$k(L_i = A(1+r_k)^i,\ w(L_i) = B(1+r_L)^i,\ i = 1,...,N\ i = 1,...,N \qquad (3)$$

Преводећи опет све релације на континуелну варијанту и узимајући да непрекидна променљива L замењује дискретну променљиву (индекс) и, горње релације се једноставније могу написати у виду

$$k(L) = A(1+r_k)^L,\ w(L) = B(1+r_L)^L,\ O \le L \le N \qquad (3а)$$

Величине r_K и r_L понашају се као стопа раста с тим што независну променљиву не представља време него запосленост (унутар предузећа) L. Са повећањем L расту учешћа k(L) и w(L), баш као што се у процесима раста повећавају (или смањују) одговарајуће променљиве схваћене као функције времена. Ови аналогони стопа раста фигуришу у моделу и као мере неједнакости у расподели: неједнакост је у толико већа у колико су, условно говорећи, веће и саме те стопе. Разлика и у власничким учешћима и у платама у толико је већа у колико су веће „стопе" r_K, односно r_L.

Због тога што се збирови учешћа, односно интегрални функција k(L) и w(L), морају изједначити са јединицом, параметри A и r_K, односно B и r_L, нису међусобно независни, него се A, односно B могу изразити као функције r_K, односно r_L. Тако ће важити

$$A\int_O^N (1+r_K)^L dL = A\frac{(1+r_K)^N - 1}{\ln(1+r_K)} = 1, \qquad \text{из чега следи}$$

$$A = \frac{\ln(1+r_K)}{(1+r_K)^N - 1} \qquad (4)$$

Аналогно се добија да је

$$B = \frac{\ln(1+r_L)}{(1+r_L)^N - 1} \qquad (5)$$

Стога функција расподеле власничких учешћа и учешћа у платном фонду постају

$$k(L) = \frac{(1+r_K)^L \ln(1+r_K)}{(1+r_K)^N - 1},\quad w(L) = \frac{(1+r_L)^L \ln(1+r_L)}{(1+r_L)^N - 1} \qquad (3б)$$

Сва учешћа и у капиталу и у платном фонду једнозначно су одређена одговарајућим показатељима неједнакости, тј. „стопама" r_K и r_L.

Следећи корак састоји се у одређивању величине $\bar{L}$, тј. оне јединице рада - у низу јединица поређаних према њиховом растућем учешћу у капиталу - при којој се функције k(L) и w(L) изједначују, односно секу:

$$\bar{L} = \frac{1}{\ln(1+r_K)-\ln(1+r_L)}\left[\ln\frac{(1+r_K)^N-1}{(1+r_L)^N-1} + \ln\frac{(1+r_L)}{\ln(1+r_K)}\right] \qquad (6)$$

Услов формирања коалиције која би блокирала формирање дивиденди јесте власничка доминација - тј. контролни пакет акција, односно збирно учешће које прелази 50% капитала - оних код којих је учешће у платама веће од учешћа у укупној вредности деоница предузећа:

$$\int_0^{\bar{L}} k(L)dL > \frac{1}{2}, \quad tj. \quad \frac{(1+r_K)^{\bar{L}}-1}{(1+r_K)^N-1} > \frac{1}{2} \qquad (7)$$

Упутно је илустровати функционисање модела на конкретним, за југословенску привреду по могућству репрезентативним, нумеричким вредностима параметара. Пословични распон између највиших и најнижих доходака је 5:1, а томе, на основу релације (3а)

$$B\,(1+r_L)^N = 5B, \quad tj.\ (1+r_L)^N = 5$$

одговара „стопа" r_L

$$r_L = e^{\ln 5/N}-1$$

Конкретизујући пример до краја, нека се колектив посматраног предузећа састоји од 100 запослених, у ком је случају r_L=0,0162, односно 1,62%.Ово ће бити реперна стопа на коју ће се наслањати сви конкретни нумерички примери и анализа којој ће они послужити као основа.

О својствима дистрибуције интерних деоница нема готово никаквих података и сазнања. Са ревалоризацијом уплата и својинских удела која је обављена на основу чл. 34а Закона о условима и поступку претварања друштвене својине и друге облике сво-

јине (јесен 1994) стање се ионако из основа изменило, тако да је и оно мало сасвим делимичних и несистематизованих информација о том питању - постало дословно ирелевантно. Оно што се са сигурношћу може прихватити јесте процена да су деонице свакако мање равномерно распоређене од плата. Серију нумеричких експеримената упутно је почети индексом неравномерности - реч је о стопи r_K уведеној релацијама (3) и (3а) - који је тек мало већи од управо израчунатог индекса неравномерности расподеле плата (r_L=1,62%). За почетак биће прихваћена стопа r_K=1,7%. На основу (3б) добија се да у том случају функција k(L) има следећи облик:

$$k(L) = 0{,}0038 \times 1{,}017^{L} \tag{8}$$

С обзиром на вредност r_L=1,62%, функција w(L) одређује се на основу друге релације у пару релација (3b)

$$w(L) = 0{,}004 \times 1{,}0162^{L} \tag{9}$$

Кад се функције овако нумерички спецификују, лако се на основу (6) израчунава онај број радника $\bar{L}$ код којих је учешће у платном фонду веће од учешћа у капиталу и који су стога заинтересовани да се у предузећу не исказује профит нити деле дивиденде. Испоставља се да је $\bar{L}$=63,1563, т. да 63 радника нису заинтересована за дивиденде, него, напротив, да се цео расположиви доходак усмери на плате и зараде. На основу леве стране релације (7) може се израчунати и којим ће процентом укупног капитала они располагати. Показује се да је, како се и могло очекивати, њихово учешће мање од 1/2, али да нипошто није безначајно. У овом случају u_K=0,4321, тј. они располажу са 43,2% укупног капитала предузећа. У наставку рада биће наведени разлози због којих би против дивиденди гласали и бројни запослени код којих је, иначе, учешће у капиталу веће него учешће у платном фонду. То значи да би ових четрдесетак процената капитала могло да прерасте у контролни пакет акција. У свету су, истина у друкчијим констелацијама, познати случајеви контролних пакета који у укупном капиталу учествују са далеко мањим процентом. Од интереса је израчунати број радника који неће бити заинтересовани за дивиденде и њихово учешће у капиталу, држећи се још увек претходно уведене претпоставке да у предузећу ради 100 запослених, као и још увек посматраног случаја у коме нема нити друштвеног капитала нити екстерног власништва. У Табели 1 скупљени су одговарајући резултати.

Табела 1

Број запослених који нису за дивиденде (l) и њихово учешће у капиталу (u_k)

Индекс неравномерности расподеле капитала (r_k)	$\bar{L}$	u_k,%
1,65	62,95	43,55
1,70	63,16	43,21
1,75	63,32	42,83
1,80	63,49	42,48
1,85	63,67	42,12
1,90	63,85	41,77
1,95	64,02	41,42
2,00	64,20	41,08
3,00	67,45	34,81
4,00	70,26	29,76
5,00	72,66	25,78

Пада у очи да, бар за низ вредности који је нумерички испитан, број запослених који нису заинтересовани да дивиденде униформно расте са порастом индекса неравномерности расподеле деоница. Другим речима, што је та расподела неравномернија - а она се иначе одликује у модел уграђеном правилношћу по којој сваки наредни радник има за исти проценат већу вредност деоница од сваког претходног - то је већи број оних којима није у интересу да се формира иједан динар вредности дивиденди. У исто време њихово учешће у капиталу униформно опада. Резултат је интуитивно прихватљив и у складу са очекивањима: кад расте неравномерност, све је више оних који су релативно слабо снабдевени капиталом, али је и све мање њихово заједничко учешће. Још увек су, међутим, значајне могућности да се, уз један број пребега из табора оних код којих је учешће у капиталу веће од учешћа у платном фонду, оформи коалиција која ће блокирати формирање и исплату дивиденди. Треба, при том, имати у виду да је веома висок већ и индеск неравномерности од 3%; тј. индекс је за читавих 1,85 пута већи од индекса неравномерности за расподелу плата.

4. Ефекти екстерног власништва и друштвеног капитала

После ревалоризације, сходно поменутом члану 34а, наша привреда се практично вратила у режим друштвеног власништва.

Силно порасло и сада преовлађујуће учешће друштвеног капитала укида и последњи трачак мотивације за формирање дивиденди на онај симболични износ приватног капитала који је преживео велику ревалоризациону метлу. Зато је у пуној мери релевантна анализа која уважава чињеницу да се југословенска привреда фактички вратила у режим друштвеног власништва. Па ипак, од интереса је утврдити на који се начин мотивација за формирање дивиденди преображава кад се дозволи заступљеност друштвеног капитала, тј. узме у разматрање случај мешовитог предузећа. Јасно је да друштвени капитал силно поткопава ту мотивацију, јер униформно повећава број оних који имају више користи од плата него од дивиденди, а у исто време - баш зато што интерни деоничари у својству запослених управљају друштвеним капиталом - јако повећава гласачку снагу оних чији је једини интерес у расподели везан за личне дохотке. Раније је речено да сличан учинак - у смислу повећања броја интерних деоничара који немају интереса за стварање дивиденди - има и екстерно власништво, али да оно, захваљујући могућности формирања коалиције са интерним власницима заинтересованим за дивиденде, има и један други, супротан учинак. Случај екстерног влсништва је компликованији и занимљивији, те ће стога бити размотрен пре осталих.

Нека је са E означено учешће екстерних власника у капиталу предузећа, за које се и даље претпоставља да има 100 запослених и да му је индекс неравномерности у расподели плата 1,62% (распон плата 1:5). Функција k(L) се због E > O униформно помера наниже, па уместо облика који има у (3b) добија следећу форму:

$$\hat{k}(L) = \frac{(1-E)(1+r_K)^L \ln(1+r_K)}{(1+r_K)^N - 1} \qquad (3c)$$

где је, како је управо истакнуто, N=100. Релација (3c) лако се тумачи: степен неједнакости у расподели деоница остаје непромењен, а учешће сваког запосленог у капиталу предузећа смањује се за исти проценат, тј. за 100E%. Функција расподеле личних доходака - друга релација из (3b) - стаје непромењена. Како је већ наглашено, E > O има за последицу да се знатно повећава број радника чије је учешће у платном фонду веће од учешћа у капиталу. Нека је $\hat{L}$ број таквих радника, прецизније оних код којих је $u_{Ki} \geq u_{Li}$. Број $\hat{L}$ може се утврдити комбинујући релацију (3c) са другом релацијом (3b); оно представља корен једначине

$$\hat{k}(\hat{L}) = w(\hat{L}) \qquad (10)$$

Кад се уврсте потребни изрази, непосредно се израчунава да је

$$\hat{L} = \frac{1}{\ln(1+r_K)-\ln(1+r_L)}\left[\ln\frac{(1+r_K)^N-1}{(1+r_L)^N-1}+\ln\frac{\ln(1+r_L)}{(1-E)\ln(1+r_K)}\right] \qquad (11)$$

Учешће ових $\hat{L}$ радника у укупном капиталу, водећи рачуна о чињеници да свим запосленим сада припада само 100 (1-E)% капитала у предузећу, биће

$$\hat{u} = \frac{(1+r_K)^{\hat{L}}-1}{(1+r_K)^N-1}(1-E) \qquad (12)$$

Претпостављајући да ће екстерни власници гласати за дивиденде, услов за блокирање дивиденди у процесу расподеле и потпуно алоцирање расположивог дохотка на личне дохотке јесте

$$\hat{u}_K > (1-\hat{u}_K-E)+E, \quad \text{odnosno}$$
$$\hat{u}_K > ½ \qquad (13)$$

Неједнакост $u_K^i > u_L^i$ која је евентуално важила у одсуству екстерне својине, са њеним увођењем у модел, преокреће се за велики број интерних деоничара у неједнакости $u_K^i < u_L^i$. Слично јача коалиција оних који су против дивиденди. Произлази да и мали проценат екстерне својине пребацује велики број власника из једне у другу групу, а они се тада свом тежином свог власничког учешћа укључују у гласање *против* дивиденди.

Илустративно је и доста поучно поћи од неких репрезентативних претпоставки и видети како се оне одржавају на опредељење колектива у вези са дивидендама. Нека је E=20%, r_K=1,7% (расподела капитала не много неравномернија од расподеле платног фонда), а показатељ неједнакости расподеле платног фонда остаје, као и у свим досадашњим примерима, као и онима који следе, на нивоу од r_L=1,62%. Кад се ти параметри уврсте у (11), добија се $\hat{L}$=346,70! То је за око 3,5 пута веће од укупног броја запослених. То значи да већ и учешће екстерне својине од 20% смањује капитална учешћа свих запослених далеко испод њихових учешћа у платама и зарадама. Учешће у капиталу стигло би учешће у раду тек код 347 запосленог, код броја који далеко премашује претпостављени број запослених. И заиста, „најбогатији" стоти запослени имаће учешће у капиталу од (свега) око 1/3 процента (0,31%), док је његово учешће у суми радних доходака 2,01%. Ни „најбогатијим" се ни издалека не исплати да се оријентише на дивиденде. О онима који су „сиромашнији" од њега - да се и не говори.

Од интереса је испитати шта се догађа ако се претпостави знатно већа неједнакост у расподели деоница. Нека показатељ неједнакости узме знатно већу вредност од показатеља неједнакости плата, тј. нека од њега буде 1.54 пута већи, односно r_K=2,5%. У том случају критични ниво запослености постаје $\hat{L}$=91,76 пута већи, односно r_K-2,5%. У том случају критични ниво запослености постаје $\hat{L}$=91,76, а укупно капитално учешће оних који немају интереса за дивиденде достижу ниво $\hat{u}_K$=63,90% - више него довољно да се онемогући издвајање дивиденди. Тек кад се за расподелу деоница претпостави да је изразито неравномерна, r_K=3%, добија се ситуација у којој би коалиција спољних власника и оних унутрашњих за које важи услов $u_K^i \geq u_L^i$ могла да се избори за дивиденде. Тада је, наиме, $\hat{L}$=83,99, а $\hat{u}_K$=48,18%. Недостају само непуна 2% па да и ту издвајање дивиденди буде блокирано.

Добро је вратити се претходном случају r_K=1,7% - јер, код на се емитовање интерних деоница чврсто ослањало на плате, а тзв. Законом о платама (Закон о исплати личних доходака, средстава за непосредну заједничку потрошњу и средстасва за исхрану радника у току рада, *Службени лист СФРЈ*, бр. 37/90) било је за њих и непосредно везано. Вредност r_K=1,7% може се проценити као далеко репрезентативнија за наше прилике. Занимљиво је да се тада и при E=5% добија $\hat{L}$=128,31: учешће у капиталу изједначило би се са учешћем у збиру плата и зарада тек при запослености која је за скоро 1/3 већа од стварне. Чак и „најбогатији", стоти радник, уз учешће у платном фонду од 2,01, имао би учешће у капиталу од свега 1,97%. Последњи нумерички пример треба да покаже да и врло мало учешће спољне својине, уз претпоставку о умереној неједнакости у расподели интерних деоница, води формирању коалиције која ће блокирати дивиденде. За r_K=1,7% и E=2% добија се $\hat{L}$=88,81 и $\hat{u}_K$=77,32%.

Друштвени капитал, мерен учешћем D у укупном капиталу предузећа, уграђује се у модел на начин који је истоветан са уграђивањем спољног власништва кроз параметар E. Добијају се изрази идентични са изразима (3c), (11) и (12), уз једину разлику што уместо параметра E стоји D. Мења се, међутим, услов за образовање блокирајуће коалиције. Пошто се друштвени капитал укључује у пословно одлучивање мешовитог предузећа према начелу један човјек - један глас, против дивиденди гласаће $\frac{\hat{L}}{L} D$ друштвеног капитала, а за дивиденде. $(1-\frac{\hat{L}}{L})D$.

Услов за формирање блокирајуће коалиције стога постаје

$$\hat{u}_K + \frac{\hat{L}}{N}D > 1 - \hat{u}_K - \frac{\hat{L}}{N}D$$
$$\hat{u}_K + \frac{\hat{L}}{N}D > \frac{1}{2} \qquad (14)$$

Коалиција против дивиденди много се лакше формира са друштвеним капиталом. У примеру са E-20% и r_K=3%, установљено је да би запослени чије је учешће у платном фонду веће од учешћа у капиталу поседовали 48,18% укупног капитала предузећа; аритметички, била је могућа коалиција екстерних и зантересованих интерних власника која би се изборила за дивиденде. То, међутим, није могуће ако у укупном капиталу, уместо спољних власника, са 20% учествује друштвени капитал. Тада би против дивиденди гласала иста она (приближно) 84 запослена са својим капиталом који достиже 48,18% укупног и са „њима припадајућим" делом друштвеног капитала: 0,20x(83,99/100)=16,80%. Против дивиденди окренуло би се, дакле, 48,18%+16,80%, односно 64,98% укупног капитала.

Остаје да се кратко размотри комбиновани случај, онај у коме су заступљени и спољно власништво и друштвени капитал. Ни овде се, кад су математичке релације у питању, не јавља ништа битно ново. Изрази (3c), (11) и (12) остају у важности, са једином разликом што у њима уместо 1-E фигурише 1-E-D, при чему, дакако D представља друштвени капитал мерен учешћем у укупном капиталу. Мењају се, наравно, и услови за образовање коалиције која ће бити заинтересована да се не остварује профит и не издвајају дивиденде. Поред тога што ће један број запослен, одређен (модификованом) формулом (12), против дивиденди исти запослени гласаће и „својим" делом друштвеног капитала, који износи DL̂/N. Конкретно, услов за настанак коалиције која ће имати довољно моћи да спречи дивиденде биће, аналогно услову (14).

$$\hat{u}_K + \frac{\hat{L}}{N}D > \frac{1}{2} \qquad (14a)$$

са једином разликом што се сад и $\hat{u}_K$ и $\hat{L}$ рачунају по модификованим формулама.

За нумеричким примерима овде нема потребе. Кад се уз спољно власништво дода и друштвени капитал, власништво интерних деоничара смањује се на 1-E-D. То даље увећава број радника при ком се учешће у капиталу изједначује са учешћем у раду. Врло су велики изгледи да се сви запослени нађу у положају да им је учешће у платном фонду веће од учешћа у капиталу. Тако-

ће су велики изгледи да се то деси чак и при високим вредностима индекса неравномерности расподеле r_K.

*
* *

Закључак је недвосмислен и транспарентан. Чак и при стопостотном интерном власништву у колективу се формира јака коалиција запослених који су заинтересовани да се ни динар дохотка не подели у виду дивиденди. Они, међутим, немају контролни пакет у моделу са равномерно и експоненцијално растућим власничким учешћима. Но, кад се уважи временски одгођена исплата дивиденди, што повлачи дисконтовање, те неизвесности и њихово инфлационо обезвређивање, интерес за дивиденде губи и знатан број запослених чије је учешће у капиталу веће од учешћа у платном фонду. У оваквом, тек делимично уређеном власничком аранжману, дивиденде имају доиста малу шансу.

ЦИТИРАНА ЛИТЕРАТУРА

Церовић, Божидар (1996), *Економски потенцијали различитих модела приватизације"*, Веселин Вукотић, ур. Својина и слобода, Београд, Институт друштвених наука - Центар за економска истраживања, 171-182.

Мађар, Љубомир (1995б), *Парадокс вредновања интерно приватизованог капитала*, Financing V, бр. 4, април, 13-24.

Madžar, Ljubomir (1996), The Roots and Implications of the Yugoslav Economic Adversity, A paper presented at the conference „On the Way to Normality: The States on the Teritory of Former Yugoslavia in the Postwar period", Vienna, September 30-Oktober 1, 1995.

Uvalić, Milica (1995), Employee Ownership: International Experience and Prospects for Yugoslavia, paper prefared for the National Bank of Yugoslavia, Florence, December.

Ljubomir Madžar

INTERNAL STOCKHOLDING AS AN ALTERNATIVE IN OWNERSHIP TRANSFORMATION STRATEGY

Summary

A characteristic inital position of Yugoslav economy modeled in circumstances wherein selff-management was dominanting, imposed a privatization strategy that had to start with internal stocks. Thereby the employees have a double role. In that respect, in capacity of workers they receive salaries and as stockholders, in usual circumstances.

they vould receive dividends. Their expectant actions depends on their share in capital of the company as well as in wage and salary fund. The dominating constellation of these two directions of actions has caused a situation where the employees are more interested in salaries other than dividends. That motivation structure stimulates full dividend elimination; as stockholders workers are apt to direct the whole disposable income for the salaries. Should the dividends be annulled the market value in the company will go down and such capital misevaluation undermines motivation for capital mobilization and deforms mechanism for its allocation.

This aspect of internal stockholding has been contested in the technical literature. Therefore, this work provides more detailed and concrete analyses of motivation structure generated by internal stockholding. The entire analyses is based on approach where of the employes will contest dividends when and if their share in wage and salary fund is bugger than the capital share of the company. According to this approach, it has been estasblished a general model of coalition formation that would contest dividends, and afterwards some concrete, parametric models has been developed.

The elementary structure of the model is the following. All employees in the relevant company are ranked according to their growing respective shares in the capital of the company. That growing line is approximated by a constant function k(L). An Integral k(L) in a range from zero to N, is equal to the unit whereof N is a number of employees, the function of their share in wage and salary fund has been formed. Since the distribution of salaries is more balanced other than dividends, k(L) is raning from lower initial value than w(L), cuts w(L) to L=Ł and ends to L=N with a final value higher than w(L).

An integral k(L) in a range from zero to Ł determines coalition voting power of those contesting dividends, expressed in capital percentage in a system wherein it entirely pertains to internal ownership. For the real parameter value, selected for reflecting circumstances in Yugoslavia, there is a percentage ranging from 62,96% to 64,20% of employees contesting dividends. Howeverr, they do not hold controlling block of stocks. Capital share held by that coalition varies from 43,55% to 41,08%. The more unbalanced stock distribution the higher percentage of employees contesting dividends and that is their minor share in capital.

In case that external ownership is introduced, even with small shares, the situation completely changes. The number of employees with share in wage and salary fund exceeding the capital share varies. They contest dividends with full voting power and, with a wide range of relevant parameter vvariations, they form big coalitions interested in and capable to hinder payment of dividends. If the socially owned capital becomes a part of the total, the outcome will be more evident. Socially owned capital generally reduces employees shareholding and due to the fact that they use socially owned capital share as a part of their voting rights and at the same time they take possession of hypothetical dividends that for certain would pertain to socially owned capital. Employees are getting strong interest and more than sufficient voting power to hidner dividends. Motivation and power directed to the dividend blockade becomes stronger if the model includes both exeternal ownership and socially owned capital.