

Мр Љиљана Максимовић *

ИЗБОР МОДЕЛА ПРИВАТИЗАЦИЈЕ - КАО ИЗБОР МОДЕЛА КОНТРОЛЕ УПРАВЕ

Увод

Крах бивших социјалистичких привреда је потврдио да колективистички облици својине не стварају мотивацију за чување, проширено репродуковање и рационалну алокацију средстава. Они су представљали и главни узрок лошег управљања и неефикасности социјалистичког предузећа. У одсуству титулара својине, контролу управе је вршио ванинституционално политички фактор, који је, с једне стране, предузећу наметао бројне неекономске циљеве, а с друге стране, вршио социјализацију његових губитака.

Предуслов за ефикасно решавање контроле управе предузећа је приватизација друштвеног (државног) капитала. Опредјељење, пак, за одређен модел контроле управе у постсоцијалистичким земљама зависи од модела привредног система који се развија.

1. Контрола управе предузећа

У савременим тржишним привредама постоје два приступа контроли управе предузећа (неки наводе и трећи, јапански модел контроле). Први је англосаксонски модел, који базира на тржишту хартије од вредности и интернализацији ризика, а други, немачки модел контроле предузећа преко банака.

1.1. Англосаксонски модел

На контролу управе доминантно утичу тржиште хартија од вредности и систем обавезног финансијског извјештавања. Утицај појединачних акционара је занемарљив због велике дисперзи-

* Економски факултет, Крагујевац

је акција. Како је однос између кредитног и акцијског капитала (финансијски leverage) низак, то ни банке немају битан утицај на управу предузећа. Због тога што је камата трошак који умањује профит за опорезивање, често се пореским законима ограничава проценат кредитног капитала у финансијској структури.

Уколико се погоршавају перформансе предузећа, долази до пада цена акција на тржишту и до повећања склоности акционара ка њиховој продаји. У таквим околностима потенцијални инвеститори имају могућност да дођу до контролног пакета акција, тј. да купе предузеће и смене управу.

Највећи део капитала који је потребан за финансирање корпорације потиче из интерних извора (нерасподељени профити и амортизација). У екстерне изворе капитала спадају инвеститори (акционари) и кредитори (банке). Акционари, мотивисани дивидендом, купују различите финансијске инструменте које емитују корпорације. Кредитори, мотивисани каматом, позајмљују корпорацији капитал са фиксираним обавезама у дугом року (обвезнице) и кратком року (комерцијални записи).

Међу екстерним изворима финансирања доминирају институционални инвеститори (посебно пензиони и мешовити фондови). Значај институционалних инвеститора константно расте. Тако су крајем 1992. год. у САД институционални инвеститори поседовали најмање 50% акцијског капитала великих корпорација. Такође су поседовали скоро исти износ фиксних дугова чак и средњих предузећа у Америци, која су или јавно или приватно власништво. Крајем 1992. г једна стотина највећих пензионих фондова је поседовала око трећину свих активних средстава пензионих фондова (1, стр. 81). О финансијској моћи пензионих фондова Drucker каже: „У Сједињеним Државама, гдје је развој (пензионих фондова - прим. Љ. М.) започео и одмакао најдаље, највећи пензиони фонд држи средства вредна 80 милијарди долара; чак и неки мали пензиони фонд може да има отприлике једну милијарду долара уложено у привреду. Оволика здружена средства, толико огроман капитал, чине да све оно чиме је и највећи „капиталиста“ из прошлих времена управљао изгледа патуљасто. Старосна структура у неком развијеном друштву дословна је гаранција да ће пензиони фондови постајати још значајнији у свакој развијеној земљи” (1, стр. 79).

Неупоредиво мању улогу у финансирању предузећа имају банке. У англосаксонском моделу банке су сконцентрисане на краткорочно кредитирање и немају већи интересе за поделу ризика, и следствено томе, контролу управе предузећа. Банке индиректно могу да утичу на управу предузећа, инсистирајући на јемству, ограничењима и расподела (максимизирани дивиденде нпр.), минималном нивоу обртног капитала, замрзавању дела депозита.

Уз наведене активности, типична акција индиректног утицаја на управу предузећа је повлачење (неодобравање) кредита (2, стр. 31).

Основни механизам контроле корпорацијског пословања у англосаксонском моделу је тржиште акција. Међутим, у последње две деценије мења се карактер и суштина контроле управе корпорације. Главни узрок промена је „приватизација” јавних корпорација од стане управе и запослених.

На Западу су бројна мишљења да је корпорација (тај „главни покретач економског прогреса, нарочито у САД, током једног века”, тај „друштвени изум од огромног историјског значаја”, чија је основна карактеристика „садржана у њеној снази да шири финансијски ризик преко диверзификованих портфолија милиона појединаца и институција и да омогући инвеститорима да се навикну на ризик садржан у њиховим пословним одлукама”), преживела своју функцију у многим областима економије и да је њена улога сада „помрачена” (3, стр. 61-74). На њеном месту се појављују нове организације, које су по облику акционарске али немају јавне деоничаре и нису на списковима и промету на огранизованим берзама. Ове организације, као свој главни извор капитала, користе јавне и приватне зајмове, а не јавни акционарски капитал. Њихов примарни власник није становништво, него велике инфестиције (пензиони, мешовити фондови).

Право на акционарско власништво којим се може трговати (обична акција) омогућило је да акционари (инвеститори) стварају ризик (и да га сносе), не захтевајући од њих да управљају корпорацијама које поседују. Али, с друге стране, права пометом власништва стварају основне сукобе интереса између оних који сносе ризик (дионичари) и оних који руководе ризиком (управљачи). Централна слабост и извор расипања у јавној корпорацији је конфликт између дионичара и управе око исплате слободног тока готовине тј. тока вишка готовине у односу на износ потребан да се финансирају инвестициони пројекти са позитивном нето садашњом вредности. Да би корпорација пословала ефикасно и максимизирала вредност, слободан ток готовине треба да буде дистрибуиран деоничарима, пре него да буде задржан. Али, овако понашање није уобичајено: више руководство има мало подстицаја да расподели средства, а постоји мало механизма који би могли да изнуде расподелу.

Менаџери су мотивисани да задрже готовину, јер њене резерве повећавају аутономију управе у односу на тржишта капитала. Обимни износи готовине (и независност од тржишта капитала) могу да послуже у конкурентске сврхе, али често омогућавају расипање и неефикасност. Менаџери се опиру да дистрибуирају

готовину деоничарима из још једног разлога: задржавање готовине повећава величину компанија које они воде. Менаџери имају много подстицаја да повећавају величину компаније, а не да максимизирају богатство деоничара. Компензација је један од најзначајнијих подстицаја. Многе студије доказују да су повећања плата извршила у тесној вези са повећањем корпоративне величине пре него са њеном вредношћу (3, стр. 66).

Сматра се да је управо недостатак ефикасне употребе слободног тока готовине довео до велике неефикасности јавне корпорације и да је подстакло рађање нове генерације активних инвеститора. Ти нови инвеститори купују целе компаније и користе дуг и високо акционарско власништво како би приморали управу на ефикасно „самонадгледање”. Они стварају нове моделе општег управљања, од којих је најраспрострањенији онај под називом „асоцијација пренетих откупа” (LBO association). Типична LBO асоцијација састоји се од три главна саставна дела: први део је партнерство пренетог откупа (LBO partnership) које спонзорише трансакције преласка у приватне руке, саветује и надгледа управу у сталном кооперативном односу; други део чине руководиоци компаније који држе знатне улоге у акционарској главници у неком LBO одељењу (division) и остају и даље у компанији после преноса; трећи део чине институционални инвеститори (осигуравајућа друштва, пензиони фондови и фирме које управљају новцем), који обезбеђују новчана средства за ограничена партнерства која купују акционарску главницу (3, стр. 69).

Сматра се да је један од предности LBO-асоцијације у активној улози менаџера-купаца у управљању компанијом и већој заинтересованости за повећање економске ефикасности. Наиме, с једне стране концентрација поседовања акционарске главнице међу руководиоцима и LBO-партнерима појачава власничке подстицаје који су, по мишљењу многих економиста, пресудни за ефикасност. С друге стране, велико задужење фирме има позитиван (дисциплинирајући) ефекат, јер приморава управу да изврши неопходне организационе промене и смањи структурне трошкове.

1. 2. Немачки модел

У Немачкој постоји дуга традиција пословног банкарства. Тако је, најмање током једног века, само неколико великих банака управљало (или непосредно или кроз акције својих клијената које су држале) са око три петине гласачке снаге у великим, па чак и средњим предузећима. Данас центар финансијског система чине три велике универзалне банке које обједињују трговачко и инвестиционо банкарство (1, стр.81).

У Немачкој је релативно неразвијено тржиште хартија од вредности. Стварну контролу предузећа врше банке по два основа: по основу кредита, и по основу поседовања акција. Како постоји законом ограничено да банке могу поседовати највише 25% акција индустријских предузећа, у великим корпорацијама најмање две банке имају значајне уделе у акцијском капиталу. Сем тога, друге банке узимају учешћа у управљању на бази поседовања тзв. „представничких гласова”, тј. акција које су приватни акционари уложили као депозите. Неке процене говоре да банке заузимају око 10% укупног броја места у надзорним одборима 100 највећих корпорација. При томе на три највеће банке отпада 65% укупног броја места (4, стр. 603). Како су акције великих корпорација концентрисане код банака и како између њих и предузећа постоје дугорочни облици сарадње (банке активно учествују у управљању предузећем, дају пословне савете, обављају финансијску ревизију), практично не постоји могућност непријатељског преузимања као у Сједињеним Државама.

1. 3. Јапански модел

Јапан карактерише специфичан начин функционисања привредног система, у коме је финансијски капитал средишњи фактор пословања и развоја привредних групација и њихових великих предузећа. Срж привредног система чине пословне групације („keiretsu”), лабаве асоцијације индустријских предузећа на чијем челу се налази прометна компанија, а у центру тзв. главна банка, која осигурава капитал у развојне сврхе (5, стр. 22).

Највеће пословне групације су комитенти једне од главних банака које практично делују као конзоријалне банке, представљају више зајмодаваца. Фактичка моћ, коју поседују главне банке у Јапану проистиче из неколико међусобно повезаних елемената. Прво, оне се појављују у улози иницијатора удруживања у конзорцијум за комитенте који позајмљују средства из других извора. Друго, оне играју улогу повереника код емитовања обвезница од стране фирми; све до недавно обвезнице које су емитовале индустријске групације биле су обвезнице на бази хипотеке код којих се плаћање дуга осигурава земљом и имовином у поседу њиховог емитента. Треће, у структури дуга индустријских фирми у Јапану краткорочним банкарским кредитима је традиционално припадало доминантно место. Четврто, законодавство је давало банкама велика овлашћења; у случају да постоји претња да зајмопримац постане инсолвентан, главна банка, пре његовог банкрутства, има овлашћења да изврши конфискацију свега што је предузеће-зајмопримац zaloжило али и других његових средстава (6, стр. 21).

Специфичност јапанског модела контроле управе предузећа је у томе што су банке, као значајни акционари и кредитори предузећа и главни контролни механизам њиховог пословања. У случају да су корпорације у оквиру пословне групације у кризи, банка организује смењивање управе и врши реструктурирање.

У оба модела контроле управе предузећа (англосаксонском и немачко-јапанском) банка има могућност надзора над предузећем, корисником кредита, али уз употребу различитих механизма.

У англосаксонском моделу контрола од стране банке је повремени, подстакнута је неплаћањем кредита или захтевима за новим зајмовима. Снагу менаџера у предузећу ограничавају управни одбор, деоничари и колебање цене акција предузећа. Менаџмент страхује од потенцијалних преузимања од стране других предузећа и од незадовољства деоничара (7, стр. 484).

Код јапанско-немачког система контроле банка има тесније односе са својим клијентима (предузећима). Како поседује власнички удео у њима, приликом доношења одлука у управном одбору предузећа, банка може да заузме стратешки положај. Такви односи банка-предузеће захтевају велику ангажованост од стране банке.

Када банка везује велики део свог капитала са економском успешношћу својих клијената, у ситуацији када предузеће остварује лоше резултате, њена спремност да донесе „чврсте” одлуке подвргнута је компромисима. Предузеће може лако да убеди банку да предложи његову реорганизацију, а не ликвидацију. Ако се то догоди, онда се банци може десити да губици њених главних клијената увуку и њу у губитак. Могући одговор на овакву ситуацију је (7, стр. 485):

а) олигополистичка позиција великих универзалних банака

Јапанско-немачки модел захтева такву банкарску структуру која подстиче изванредно велике и снажне банке (олигополисте). Величина и кредитни потенцијал банке, која је у центру скупа индустријских предузећа, такви су да их не угрожава неуспех појединих предузећа.

б) тесна повезаност банке и предузећа

Она је корисна пре свега што утиче да се у време лоших пословних резултата банке пре одлуче за реорганизацију, него за затварање предузећа. Сматра се да је у таквим ситуацијама оправдано да банка „мекше” прилази потраживањима, јер има привилегован положај када је у питању добијање „унутрашњих” информа-

ција о будућим изгледима корпорације. Њена стратешка улога у одбору јој омогућава да искористи информације и утиче на правац вођења предузећа. Сем тога, банка може да употреби свој стратешки положај и да заштити свог клијента од спољашњег откупа.

Предност овог модале је то што подстиче редован проток тачне и поверљиве информације између предузећа и главне стратешке банке. Банкарски надзор је стална, а не само повремени као код англосаксонског модела. Проток информација је поверљив и доступан само ретким службеницима банке, проузрокује менаџеру предузећа мање трошкова и нуди бројне предности. Менаџери корпорације обично поседују тачне информације које су окренуте будућности, јер могу да изгубе посао ако се касније установи да су њихове прогнозе превише оптимистичке, или тако песимистичке, да нагоне експерте банке да одустану од пласмана средстава.

2. Избор модела приватизације

Имајући у виду предности и недостатке постојећих модела контроле управе предузећа, а и стање и перформансе наше привреде, сматрамо да нашој привреди одговара модел приватизације који подразумева трансфер имовинских права на финансијске институције (посреднике).

Андерсон је почетком деведестих година разрадио један такав модел приватизације (Табела бр. 1):

Табела бр. 1 - *Опција својинској реструктурирања у Југославији*

Учешће у расподели	%
холдинг компаније	30
банке	10
радници	15
пензиони фонд 1	5
пензиони фонд 2	5
пензиони фонд 3	5
пензиони фонд 4	5
пензиони фонд 5	5
пензиони фонд 6	5
пензиони фонд 7	5
пензиони фонд 8	5
пензиони фонд 9	5
Укупно:	100

У складу са овим Андерсоновим предлогом (8, ср. 40-46), око 10% друштвеног капитала било би дато банкама. Овај процентуални износ треба да се базира на процени износа капитала потребног за повећање вредности активе сваке банке до нивоа који је приближно једнак висини њених обавеза (пасиве). Колико би свака банка на овај начин добила друштвеног капитала за повећање вредности активе сваке банке до нивоа који је приближно једнак висини њених обавеза (пасиве). Колико би свака банка на овај начин добила друштвеног капитала - зависило би од конкретног финансијског стања у свакој од њих. По обављању ове трансакције банке би се нашле у ситуацији да око 40% њихове активе чине акције предузећа. Оне би морале активно да прате и контролишу пословање предузећа, како би оствариле довољне приходе да би могле да измире обавезе према својим улагачима. Предузеће ће се наћи у ситуацији да ће власник око 10% његових акција бити једна банка. Тако би се формирао власнички однос сличан концепту главне банке у Јапану.

Тиме, се међутим, не даје одговор на питање: ко ће бити власник банака. А управо је најбитније да њихови власници више не могу бити предузећа „оснивачи”, као и то да оне више не буду под контролом државе. Андерсон је предложио да се акције банака расподеле улагачима, с тим што оне нису замена за њихове депозите код банака.

Предлаже се да се око 30% акција друштвеног капитала уступи новооснованим холдинг-компанијама. Акције холдинг-компанија би могле да се поделе грађанима, тако да би и оне биле приватизоване. Профит који би остваривале холдинг компаније припадао би грађанима - акционарима.

Да би улога холдинг-компанија као активних власника могла да постане ефикасна, 30% акција сваког предузећа било би дато само једној холдинг-компанији. На тај би начин свако предузеће за своје пословање одговарало првенствено „својој” холдинг-компанији. Она би, у сарадњи са „главном банком”, тако постала одговорна за реструктурирање предузећа у свом портфолију.

Андерсон је сматрао да би холдинг компаније имале снажан подстицај да се побољша пословање и рентабилност сваког предузећа, па би управо због тога тежиле да се лоша предузећа реструктурирају. Само на тај начин предузећа могу постати способна да остварују профит, из кога би се исплаћивале дивиденде холдинг-компанијама и грађанима. Холдинг компаније би могле да обезбеде средства неопходна за реструктурирање предузећа реинвестирањем дела дивиденди из других (успешних) предузећа у свом портфолију. Природан је интерес холдинг-компаније да се капитал уложен у предузеће рационално искористи и да доведе до повећања профитабилности предузећа.

Један од управљачких циљева холдинг-компаније био би и проналажење страног или домаћег инвеститора који би био бољи власник одређеног предузећа и од ње саме. То би могла да буде страна компанија из истог делокруга пословања. Другим речима, холдинг компанија би требало да буде увек спремна да прода својих 30% акција „стабилном језгру”, ако се такав инвеститор може наћи. Холдинг компанија би имала природан интерес да прода акције таквом инвеститору, који ће вероватно бити спреман да предузеће плати више него што би сама компанија од њега могла да заради у облику будућег профита и дивиденди. Претпоставка је да такав инвеститор располаже неопходним знањем и могућностима да битно унапреди пословање предузећа.

Једна од могућности је да држава задржи делимичну контролу над пословањем холдинг-компанија, тј. да задржи део власништва сваке од њих.

Највећи пакет акција би био дат новим приватним пензиним фондовима. За узврат, грађани би добили право да од једног од ових фондова примају неку врсту „стандардне пензије”. После преноса акција друштвених предузећа на фондове, они би престали да буду државне институције и постали би финансијски посредници под контролом својих власника.

Пакет од 15% акција био би продат уз попуст или бесплатно подељен радницима друштвених предузећа. То би представљало врсту признања имовинских права наслеђених из система радничког самоуправљања. Подела акција радницима могла би да се изврши на два начина: давањем акција сваком раднику само у његовом предузећу, или давањем портфолија акција више предузећа сваком раднику.

3. Закључна разматрања

Бројна искуства (Чешка, Русија, Словачка) говоре да приватизација, која базира на акционарству запослених, врши дисперзију власништва и обесхрабрује остале економске субјекте да инвестирају у предузећа која контролишу њихови радници и руководиоци. У случају предузећа са мешовитом својином, запослени су још мање мотивисани да максимизирају добит предузећа. За њих је много боље да што већи део добити расподеле у плате и инвестирају у сопствене нове послове. Наиме, суочени с избором између сигурног текућег дохотка у фирми високих плата и неизвесног будућег дохотка у форми дивиденди, радници-акционари се одређују за прву могућност. Из тих разлога (а имајући у виду оптерећеност друштвеног капитала спољним дугом, дугом према банкама, дугом према штедишама), изгледа да нашој привреди одго-

вара модел приватизације који наглашава значај банака и институционалних инвеститора (пензиони, мешовити фондови) као доминантних власника и контролног механизма управе предузећа.

Предложени модел приватизације (Андерсон, 1991. г.) омогућио би, на једној страни, стварање и јачање финансијског тржишта, али би, на другој страни, нагласио значај банака у контроли управе предузећа. Тако би, док не заживи критична маса нових финансијских институција и механизма, улога банака у контроли управе била у функцији подизања укупне ефикасности привредног система.

ЛИТЕРАТУРА

1. Drucker P., „Посткапиталистичко друштво”, Привредни преглед, Београд 1995.
2. Ђуричин Д., „Привреда у транзицији”, Дечје новине, Горњи Милановац 1994.
3. Jensen C. M., „Eclipse of the Public Corporation”, Harvard Business Review, 5/1989.
4. Carson R., „Comparative Economic Systems”, New York, M. E. Sharpe, 1990.
5. Шарман З., „Положај радника у управљању јапанским предузећима”, Информатор, Загреб, 1990.
6. Hodder J. E., „Capital Structure and the Cost of Capital in the U. S. and Japan”, Stanford University, 1988.
7. Goodhart Ch., „Banke in nadzor nad korporacijami”, Slovenska ekonomska revija, oktobar 1994, Ljubljana.
8. Anderson R., „Ownership Restructuring in Yugoslavia”, Belgrade: Coopers & Lybrand and The Economics Institute of Belgrade, Avg. 1991.

Mr Ljiljana Maksimović

CHOICE OF A PRIVATIZATION MODEL - AS A CHOICE OF MANAGEMENT CONTROL MODEL

Summary

Low economic performances of a socially-owned enterprise have caused the necessity of privatization. Privatization of social capital means establishing of a pure system of property rights and a change of an enterprise management control. Instead of a municipality, a region or a

republic (being a non-institutional owner of social capital), privatization process establishes actual, legally regulated and protected proprietors that are vitally interested in using their capital.

The solution of an enterprise management control in a transforming economy must be implemented into privatization model as well as into legislative and institutional infrastructure. It is possible to control the management through banks - as it has been done in Germany and Japan, or through security markets as in the USA. In any case, the chosen privatization model should induce the enterprise restructuring by those mechanisms that are going to form a new financial structure of market economy (investment banks, merchant banks, institutional investors - investment, mutual and retirement funds, insurance companies).

The question arises whether it is possible to find the privatization model that can associate the best features of both banking-financial models of management control.

