

حکمرانی صندوق‌های خصوصی‌سازی

تجربه جمهوری چک، لهستان و اسلوانی

ویراستاران:

مارک سیمونتی، سول اشتترین

راندرا با برهم

مترجم:

محمد صفار

پاییز ۱۳۹۴

حکمرانی صندوق‌های خصوصی سازی

عنوان و نام پدیدآور: حکمرانی صندوق‌های خصوصی‌سازی؛ تجربه جمهوری چک، لهستان و اسلوانی.
ویراستاران مارکو سیمونتی، سول اشتترین و آندریا بوهم، مترجم محمد صفار.

مشخصات نشر: تهران: عزیزستان، ۱۳۹۴.

مشخصات ظاهری: ۳۰۱ص: جدول، نمودار.

شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۹۵۴۴۵-۲-۳

وضعیت فهرست نویسی: قیبا

یادداشت: The governance of privatization funds : experiences of the Czech Republic,

Poland, and Slovenia

یادداشت: خصوصی سازی -- چک (جمهوری) خصوصی سازی -- لهستان خصوصی سازی -- اسلوانی

حاکمیت شرکتی -- چک (جمهوری) حاکمیت شرکتی -- لهستان حاکمیت شرکتی -- اسلوانی ۲۸۱۸۵۰۲

مناسه انبوه: سیمونتی، مارکو، ویراستار Simoneti, Marko. اشتترین، سول، ۱۹۵۲ - م.، ویراستار Estrin, Saul.

بوهم، آندریا، ویراستار Böhm, Andreja. صفار، محمد، ۱۳۵۶ - ، مترجم

رده بندی کنگره: ۳/۳۲۸

رده بندی دیوید: ۳۹۰۴۴۹

شماره کتابشناسی ملی: ۳۹۰۴۴۹



حکمرانی صندوق‌های خصوصی‌سازی؛ تجربه جمهوری چک، لهستان و اسلوانی

نویسنده: مارکو سیمونتی، سول اشتترین و آندریا بوهم

مترجم: محمد صفار

طرح روی جلد: حسن همتی ترابی

ناشر: انتشارات عزیزستان

چاپ و صحافی: عصر انتظار

چاپ اول: ۱۳۹۴

شمارگان: ۱۰۰۰ نسخه

شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۹۵۴۴۵-۲-۳

قیمت: ۱۸۰۰۰ تومان



فهرست مطالب

۷	پیشگفتار
۹	قدردانی
۱۱	مقدمه
۲۱	فصل اول: حکمرانی صندوق های خصوصی سازی در جمهوری چک
۷۷	فصل دوم: حکمرانی صندوق های خصوصی سازی در لهستان
۱۲۰	فصل سوم: حکمرانی صندوق های خصوصی سازی در اسلوانی
	فصل چهارم: تأثیر صندوق های خصوصی سازی بر حکمرانی شرکتی در برنامه های خصوصی سازی
۲۲۲	انبوه: جمهوری چک، لهستان و اسلوانی
۲۶۴	فصل پنجم: حکمرانی صندوق های خصوصی سازی: مسائل و چالش های توصیه های سیاستی
۲۹۵	فهرست منابع

پیشگفتار

خصوصی‌سازی انبوه (کوپنی) یک از روش‌های خصوصی‌سازی است که در برخی از کشورهای بلوک شرق از جمله لهستان، جمهوری چک، اسلوانی، روسیه، رومانی و ... با هدف عرضه سریع بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌های دولتی، بهبود توزیع ثروت و درآمد در جامعه و گسترش فرهنگ سهامداری در میان اقشار مختلف جامعه مورد استفاده قرار گرفته است.

این شیوه‌راگذاری در کشور ما نیز با عنوان طرح توزیع سهام عدالت از سال ۱۳۸۵ و بر اساس آئین‌نامه اجرایی "توزیع سهام عدالت" آغاز گردید. با توجه به اینکه در حال حاضر موضوع آزادسازی این سهام در دستور کار دولت و مجلس محترم قرار دارد، لذا بررسی تجربه سایر کشورها در این زمینه ضروری و مفید به نظر می‌رسد.

آنگونه که از تجربه سایر کشورها مشخص است، برنامه خصوصی‌سازی انبوه در این کشورها از طریق ایجاد صندوق‌های خصوصی‌سازی اجرایی گردیده است. صندوق‌های مذکور در واقع با هدف واسطه‌گری بین کوبین‌داران (دارندگان سهام) و شرکت‌های واگذار شده در برنامه خصوصی‌سازی انبوه تأسیس گردیده‌اند. این صندوق‌ها از یک سو می‌بایست هدف کاهش ریسک سرمایه‌گذاران خرد را از طریق توزیع سرمایه‌ها بین چند شرکت تأمین کرده و از سوی دیگر موجبات بهبود حکم‌رانی شرکت‌های واگذار شده را از طریق ایجاد یکپارچگی در مالکیت فراهم نمایند. این موارد، تحت عنوان حکم‌رانی صندوق‌های خصوصی‌سازی، موضوع و شاکله اصلی کتاب حاضر را تشکیل می‌دهد.

این کتاب نتیجه پروژه تحقیقاتی "شبکه خصوصی‌سازی اروپای شرقی و مرکزی" درباره صندوق‌های خصوصی‌سازی در کشورهای جمهوری چک، لهستان و اسلوانی طی

سال‌های ۱۹۹۶ و ۱۹۹۷ و مهمترین مسائل مربوط به حکمرانی صندوق‌های مذکور در این کشورها می‌باشد. کتاب حاضر نشان می‌دهد در اقتصادهای در حال گذار، آن دسته از صندوق‌های سرمایه‌گذاری که درگیر خصوصی‌سازی انبوه شده‌اند، در حکمرانی شرکتی نقش بسیار مهمی (هم مثبت و هم منفی) ایفا می‌کنند. چگونگی تشکیل ساختار سبد صندوق‌های خصوصی‌سازی، اصلی‌ترین منبع حکمرانی موفق یا ناموفق آن‌ها می‌باشد و زمینه اصلی تدبیر و با تبدیل آن‌ها را فراهم می‌سازد. همچنین انواع قراردادهای مدیریت و نحوه تنظیم کالمزد آن‌ها، به عنوان مهم‌ترین ساز و کار کنترل مدیران صندوقها و انگیزه سهامداران می‌باشد.

امید است کتاب مذکور به‌اندازه برای صاحب‌نظران، پژوهشگران، اساتید، دانشجویان و همه دست‌اندرکاران برنامه‌ریزی خصوصی‌سازی کشور سودمند باشد.

در پایان لازم است از زحمات ارزنده مند کلیه همکارانی که در گزینش کتاب حاضر و نظارت بر امور ترجمه، ویرایش و انتشار آن نهایت مساعی خود را مبذول داشته‌اند، سپاسگزاری نمایم.

پروفسور حسین حسینی

معاون وزیر امور اقتصادی و دارایی و
رئیس کل سازمان خصوصی‌سازی

مقدمه

مارکو سیمونتی^۱ و آندریا بوهم^۲

هدف از تأسیس صندوق‌های خصوصی‌سازی^۳ به عنوان یگانه نهاد اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی انبوه، ارائه راه‌حلی برای حکمرانی شرکتی^۴ بود تا مسئله مالکیت را در آن دسته از شرکت‌های اقتصادهای در حال گذار^۵ اروپای شرقی و مرکزی که جدیداً به بخش خصوصی واگذار شده‌اند حل و فصل کنند. آنها به عنوان اصلی‌ترین سهامداران نهادی بیرونی شرکت‌های جدیداً واگذار شده ظاهر شدند و از آنها به عنوان مالک «واقعی» انتظار می‌رفت تا در حکمرانی شرکتی نقشی فعال ایفا کنند. اما حکمرانی صندوق‌های خصوصی‌سازی خود مثال بارز مسائل «ممول حکمرانی شرکتی در شرکت‌هایی است که مالکیت آنها به شکلی گسترده در بین شهرزادان توزیع شده است. بنابراین می‌بایست به اصلی‌ترین سؤال درباره حکمرانی آنها پاسخ داد: «کسی بر ناظران نظارت می‌کند؟»

فصول این کتاب بر مسائل حکمرانی صندوق‌های خصوصی‌سازی و تا حد کمتری بر نقش آنها در حکمرانی شرکتی بنگاه‌ها متمرکز هستند. ملاحظاتی که فصول کتاب را شکل می‌دهند نتیجه پروژه تحقیقاتی شبکه خصوصی‌سازی اروپای شرقی و مرکزی (C.E.E.P.N) درباره حکمرانی صندوق‌های خصوصی‌سازی - تجربه جمهوری چک، لهستان و اسلوانی - هستند که در سال‌های ۱۹۹۶ و ۱۹۹۷ با حمایت مالی برنامه فیر

۱. Marko Simoneti

۲. Andreja Bohm

۳. Privatization Funds

۴. Corporate governance

۵. Transitional economies

کمیسیون اروپا انجام گرفت. ادعای اصلی این پژوهش آن است که بهبود حکمرانی صندوقها به نوبه خود بر بهبود حکمرانی شرکتی شرکت‌های جدیداً واگذار شده تأثیر چشمگیری خواهد داشت. وجود مالکی با انگیزه بالا، همیشه اصلی‌ترین پیش شرط انجام وظیفه طاقت‌فرسای بازسازی ساختاری شرکت پس از خصوصی‌سازی انبوه بوده است. به‌علاوه در بسیاری از کشورهای در حال گذار، از جمله جمهوری چک و اسلونی، صندوق‌های خصوصی‌سازی، به صورت سهامداران مهم تمامی شرکت‌های تازه واگذار شده تبدیل شده‌اند و به ویژه سهامداران بزرگ شرکت‌هایی هستند که نیازمند بازسازی‌های ساختاری اساسی می‌باشند. بنابراین موفقیت یا شکست آنها تأثیرات اقتصادی کلانی به همراه دارد. این پژوهش تحقیقاتی کمی از موضوعات روز در دوران پس از خصوصی‌سازی در کشورهای در حال گذار را پوشش می‌دهد که با سیاست عملی در کل منطقه پیوند محکمی دارد و همزمان به موضوع صندوق‌های خصوصی‌سازی می‌پردازد که دانشگاهیان و حلقه‌های مشاوران شناخت درستی از آنها ندارند.

در کشورهای در حال گذار، گستره وسیعی از رویکردها پیرامون طراحی و نظارت بر صندوق‌های خصوصی‌سازی آزموده شده است. - اقتصاد پیشرفته در حال گذار - جمهوری چک، لهستان و اسلونی - که برای این پژوهش انتخاب شده‌اند، از نظر تنوع رویکردها و راه‌حل‌ها پیرامون مسائل معمول در حکمرانی صنایع خصوصی‌سازی، نمونه‌ای مثال‌زدنی ارائه می‌دهند. کشورهای مختلف به شکلی گسترده از مدل‌های لهستان و چک - با اعمال تغییراتی - استفاده کرده‌اند. مدل اسلونی به عنوان نسخه نظارتی مدل چک اجرا شد. انتخاب این کشورها به ویژه نتیجه تأکید بر گرایش‌های عامی است که در ادغام اشکال اصیل و متنوع صندوق‌های خصوصی‌سازی با اشکال استاندارد واسطه‌های مالی در بهره‌برداری و تبدیل آنها، مشاهده شده است.

تحقیقات نظری اخیر که بر حکمرانی شرکتی بنگاه‌ها پس از خصوصی‌سازی انبوه^۱ متمرکز بوده‌اند، سناریوهای احتمالی برای تبدیل صندوق‌های خصوصی‌سازی را بر اساس مدل انگلیسی - که بر خرید و فروش فعال سهام در بازار به عنوان یکی از ابزارهای کنترل بیرونی توسط سهامداران تکیه دارد - یا مدل آلمانی - که بر رأی‌گیری به عنوان ساز و کار مستقیم‌تر کنترل درونی توسط سهامداران تکیه دارد - ارائه داده‌اند. با توجه به شواهد بی‌شماری که از این سه کشور به دست آمده، محور اصلی فصول کتاب این است که به نظر می‌رسد سهامداران، فاقد ظرفیت‌های لازم برای کنترل درونی (از طریق رأی) و کنترل بیرونی (از طریق خرید و فروش) صندوق‌های خصوصی‌سازی بوده‌اند.

ساختار نهاد صندوق‌های خصوصی‌سازی از جنبه‌های بسیاری برای وظایفی که قرار است در شرکت‌ها در سه کشور انجام دهند، نامناسب است و همین امر، دلیل اصلی عدم وجود حکمرانی مؤثر سهامداران است. اگر این قبیل صندوق‌ها در کشورهای چک و اسلوانی می‌خواهند ارزش دارایی‌های سهامداران خود را افزایش دهند، باید حتی در نظارت و بازسازی ساختاری بسیاری از بنگاه‌هایی که در فهرست واگذاری‌ها قرار ندارند نیز فعال باشند. برای انجام این وظیفه، چارچوب نهادی مأخوذه یعنی سرمایه‌گذار نهادی^۲ متنوع و بسته^۳ برای سهام عرضه شده در بورس، مناسب است. این چارچوب، اصولاً انگیزه مدیران صندوق برای بازسازی فعال ساختارهای شرکت‌های سود را محدود کرده یا بسیار تقلیل می‌دهد.

مشاورانی که به دولت‌های کشورهای در حال گذار در مورد تبدیل یا انحلال صندوق‌های خصوصی‌سازی پس از خصوصی‌سازی انبوه مشاوره می‌دهند، درک درستی

۱. Mass privatization

۲. Portfolio companies

۳. Institutional investor: سرمایه‌گذاران به دو دسته تقسیم می‌شوند: حقیقی و حقوقی. منظور از سرمایه‌گذار نهادی سرمایه‌گذار حقوقی است که می‌تواند بانک، انواع موسسات مالی، صندوق‌ها و یا هر گونه نهاد دیگری باشد. م.

۴. Closed-end diversified institutional investors

از تأثیرات تضاد بین نقش فعال صندوق‌ها در شرکت‌ها و نوع نظارت استاندارد غربی برای سرمایه‌گذاران نهادی منفعل ندارند. این مشاوران در پاسخ به تفاوت‌های گسترده بین ارزش خالص دارایی^۱ و ارزش بازاری سهام صندوق‌ها در جمهوری چک و به عنوان یکی از راه‌های حمایت از سهامداران کوچک در برابر مدیران نالایق، پیشنهاد دادند تا صندوق‌های بسته^۲ به صورت خودکار به روی سرمایه‌گذاران جدید باز شوند. در نتیجه عدم شناخت کافی از واقعیت ساختاری یک صندوق، ساختار سرمایه‌گذاری باز^۳ برای بازسازی ساختاری صندوق‌های خصوصی‌سازی پیشنهاد می‌شود. در صورتی که مدیران صندوق اجازه بیان و انگیزه کافی نداشته باشند تا فعالیت‌های مناسبی که به افزایش ارزش شرکت‌های سبد منجر می‌شود (یعنی انگیزه ایفای نقشی فعال در حکمرانی شرکتی شرکت‌های سبد) صورت گیرد، بسیار بعید است که پاسخگویی مدیران صندوق و ظرفیت‌های کنترلی سهامداران (یعنی حکمرانی صندوق) در ابعاد چشمگیری بهبود یابد. در اولین قدم، باید با افزایش احتمال خرید و فروش سهام عرضه شده در بورس یا نمایندگی به نسبت سهام برای سهام عرضه شده در بورس، اجرای مؤثر حقوق مالکیت صندوق‌ها در شرکت‌های سبد تضمین شود (مانند هستن).^۴ نتیجه، این احتمال وجود دارد تا با کنترل مناسب و ساز و کارهای انگیزشی، پاسخگویی مدیران صندوق را تقویت کرد. به عبارت دیگر، تقویت پاسخگویی مدیران شرکت‌ها در برابر صندوق‌ها پیش شرط افزایش پاسخگویی مدیران صندوق‌ها در برابر سهامدارانشان است.

دومین دلیل عدم اعمال کنترل‌های درونی و بیرونی توسط سهامداران صندوق‌ها را تا حد زیادی می‌توان به شرایط ضعف عمومی نسبت داد که مانع حکمرانی شرکتی مؤثر در اقتصادهای در حال گذار می‌شوند: (۱) سهامدارانی که در برنامه‌های خصوصی سازی انبوه

۱. Net asset value

۲. Closed-end funds

۳. open-end mutual fund

ظاهر می‌شوند هنوز به تمرین حقوق مالکیت از طریق خروج یا رأی عادت ندارند؛ (۲) بازارهای سهام کارآمد به عنوان یکی از پیش‌شرط‌های کنترل مؤثر توسط سهامداران با استفاده از گزینه خروج هنوز توسعه نیافته‌اند؛ و (۳) پس از توزیع رایگان سهام بین شهروندان، تمرکز مالکیت مورد نیاز به عنوان یکی از پیش‌شرط‌های کنترل درونی مؤثر سهامداران از طریق رأی هنوز کامل نشده است. این محدودیت‌ها به تدریج همراه با پیشرفت‌های اقتصادهای گذار از بین می‌روند ولی در حال حاضر محدودیت‌های زیادی وجود دارند. از سهامداران جدید در برابر بازارهای توسعه‌نیافته حمایت کنند. این محدودیت‌ها بر خرید و فروش سهام صندوق‌ها و تمرکز مالکیت سهام تأثیر می‌گذارد و به نوبه خود مانع توسعه بازارهای سرمایه و ساز و کارهای مؤثر حکمرانی شرکتی می‌شوند.

از آنجا که در بازارهای ابتدایی توسعه‌نیافته سازوکارهای کنترل بیرونی محدود هستند، «تقویت» سازوکارهای کنترل بیرونی ضروری است. اما، با خرید و فروش ثانویه^۱ فعال سهام، کنترل بیرونی به تنهایی اثرگذار خواهد شد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مؤسساتی ترکیبی^۲ و موقت هستند که در نهایت به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی متنوع استاندارد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک یا شرکت‌های مادر تخصصی^۳ از فرایند گذار خارج می‌شوند. بسته به رویکرد مأخوذه نسبت به خروج، کنترل بیرونی از طریق تمرکز مالکیت و کنترل بیرونی از طریق خرید و فروش ثانویه فعال سرمایه‌گذاران خرد و پراکنده تقویت می‌شود.

در پروژه پژوهشی شبکه خصوصی‌سازی اروپای شرقی و مرکزی (C.E.E.P.N) رویکردی دو سویه به مطالعه تنوع گسترده اشکال مختلف صندوق‌های سرمایه‌گذاری در

۱. Secondary trading
۲. Hybrid
۳. Holding companies

جمهوری چک، لهستان و اسلوانی و مسائل حکمرانی در آنها و نیز نتیجه‌گیری‌ها و درس‌های سیاستی برای بهبود حکمرانی و گذار مؤثر صندوق‌های خصوصی‌سازی، اتخاذ گردید: پژوهش کشوری و پیمایش‌های تطبیقی.

در ابتدا، مطالعات پژوهشی در سطح کشوری انجام شد. اصول راهنمایی برای استفاده به عنوان چارچوب تهیه گزارش‌های کشوری تهیه گردید. از جمله این اصول، چارچوبهای نام تهیه پرسشنامه برای مصاحبه با مدیران و اعضای هیأت‌های امنای صندوق‌های خصوصی‌سازی بود. به دلیل شرایط خاص صندوق‌های خصوصی‌سازی در هر کشور، استقبال و رویکرد آنها به مشارکت در این پژوهش در کشورهای مختلف متفاوت بود. برای مثال، در کشورهای خصوصی‌سازی در لهستان خیلی کمتر از هم‌تایان خود در اسلوانی آماده پاسخگویی شدند زیرا رقابت در این صنعت و نظارت‌های بیرونی در این کشورها کاملاً متفاوت بود. نظارت‌های بیرونی متفاوت تلویحاً به این معنی بود که دسترسی به اطلاعات مربوطه مانند داده‌های آماری کلی درباره صندوق‌های خصوصی‌سازی یا آدرس پستی اعضای هیأت‌های امنای متفاوت خواهد بود. تعداد متفاوت صندوق‌های خصوصی‌سازی - تقریباً ۳۵۰ مورد در جمهوری چک، کمتر از ۱۰۰ مورد در اسلوانی و ۱۵ مورد در لهستان - موجب گردید تا شاخص مناسبی برای سنجش برنامه‌های خصوصی‌سازی انبوه نباشد و استفاده از رویکردهای متفاوتی گریزناپذیر شد. سرانجام، مطالعات موردی تا حدی توانایی‌های پژوهشگران و علایق حرفه‌ای آنها را نیز منعکس می‌کند.

شکل عمومی مطالعات موردی در فصول اول تا سوم از این قرار است که شامل سه بخش می‌شوند. بخش اول بررسی کمی و کیفی نقش برنامه‌های خصوصی‌سازی انبوه در برنامه‌های خصوصی‌سازی کشور و گزارش مفصل جنبه‌های عرضه و تقاضا در این برنامه‌هاست. معیارها و فرایند انتخاب بنگاه‌ها و مؤسسات مالی، اندازه کلی عرضه و نیز

سهامی که برای خصوصی‌سازی کوپنی^۱ در سطح بنگاه در نظر گرفته شده، جمعیت کوپن‌داران و ویژگی‌های کوپن‌ها از جمله شیوه‌های توزیع و استفاده از آنها مسائلی هستند که در بخش اول مورد بررسی قرار خواهند گرفت. بخش دوم به بررسی نقش صندوق‌های خصوصی‌سازی در دوران خصوصی‌سازی و پس از آن اختصاص خواهد داشت و این مسائل را پوشش می‌دهد: اهداف خصوصی‌سازی، چارچوب‌های نظارتی و حقوقی به کار برده شده، حجم کوپن‌های توزیعی، هویت شرکت‌های مدیریت^۲، سیاست‌های سرمایه‌گذاری و ویژگی‌های سهام و نیز تعدیل سهام در معاملات ثانویه با توجه به نقش واتسی و واتشی که از آنها انتظار می‌رود. سهام در حکمرانی بنگاه‌های واگذار شده. بخش سوم در حکمرانی صندوق‌های خصوصی‌سازی و کنترل بیرونی و درونی سهامداران صندوق، مرکز است و درباره این مسائل بحث می‌کند: برخورد منافع بین سهامداران و مدیران صندوق، ساختارهای انگیزشی مدیران صندوق، نقش‌ها و رقابت‌های مدیران صندوق با یکدیگر، کنترل بازار توسط شرکت‌ها، هیأت‌های امناء، نظارت قانونی و بیرونی و تبدیل صندوق‌ها.

مطالعه موردی کشور چک (در فصل اول) مثال از خصوصی‌سازی کوپنی است که بخش بزرگی از اقتصاد این کشور را شکل می‌دهد و به بحث درباره صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی‌سازی که به صورت «غیر دستوری»^۳ تأسیس شده‌اند، می‌پردازد. از مشخصه‌های این صندوق‌ها «ورود آزاد» و عدم نظارت ساختاری بر اساس مدل استاندارد سرمایه‌گذار نهادی است و بیش از هر چیز درگیر خرید و فروش سهام شرکت‌های سبد هستند، اگر چه شرکت‌ها نیز به عنوان سهامداران اصلی در انتصاب اعضای هیأت امناء^۴ نقش دارند. عدم وجود نظارت بیرونی مؤثر بر بسیاری از صندوق‌هایی

-
۱. Voucher privatization
 ۲. Management companies
 ۳. Bottom up
 ۴. Supervisory boards

که مدیرانشان در بازارهای غیر شفاف سرمایه به نقب‌زنی^۱ دارایی‌های صندوق پرداخته بودند، موجب شد تا مدیریت دستوری بر این صندوقها تحمیل گردد. تعدادی از آنها به شرکت‌های سهامی عادی تبدیل شدند. نویسندگان جوزف کوربا، ایوژن کوچندا و جان هانوسک از مرکز آموزش و پژوهش عالی اقتصاد در دانشگاه چالرز هستند. آنها در این فصل به شکلی گسترده از داده‌های آماری وزارت دارایی که برای اولین بار در اختیار پژوهشگران قرار گرفته، بهره برده‌اند.

برنامه خصوصی سازی انبوه در لهستان که در فصل دوم بررسی شده به حدود ۵۰۰ بنگاه محدود می‌شد که ۲۰ درصد تولید ناخالص داخلی را به خود اختصاص می‌دهند. برنامه به شکلی انحصاری طراحی شده تا اصولاً صندوق‌های ملی سرمایه‌گذاری «دستوری» بتوانند به عنوان نماینده‌های فعال در زمینه بازسازی ساختاری عمل نمایند. مدیران با تجربه انتخاب شدند. اعضای فراوانی به آنها داده شد تا به بازسازی ساختاری و واگذاری شرکت‌ها بپردازند. زمین رهگذر صندوق‌ها خودبه‌خود منحل می‌شدند. هیأت‌های امنای مستقل بر صندوق‌ها نظارت کرده و نمایندگی سهامداران صندوق را بر عهده دارند. سهامداران در یک بازار سرمایه شفاف و به شدت تحت نظارت مجتمع می‌شوند. جانوس لواندوسکی و رومان بیسک از مؤسسه اقتصادهای بازاری دانسک، نویسندگان این فصل هستند. لواندوسکی چندین سال وزیر خصوصی سازی بود و نقش مهمی در طراحی برنامه خصوصی سازی انبوه را ایجاد وفاق سیاسی در مجلس ایفا نمود.

^۱ نقب‌زنی پدیده‌ای است که طی آن مدیران و سهام‌داران عمده در شرکت‌های سهامی عام به انتقال منافع، نقدینگی یا دارایی شرکت به بنگاه‌های تحت کنترل خود یا زیرمجموعه شرکت در جهت تأمین منافع شخصی خویش اقدام می‌کنند یا با سوء استفاده از قدرتشان در شرکت، برابری حقوق صاحبان سهام را بر هم می‌زنند و حقوق سهام‌داران اقلیت را تضییع می‌کنند. مترجم