

*Mr. sc. Domagoj Račić*

*Mr. sc. Vladimir Cvijanović*

**STANJE I PERSPEKTIVE KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA U  
REPUBLICI HRVATSKOJ: PRIMJER JAVNIH DIONIČKIH  
DRUŠTAVA<sup>1</sup>**

**CURRENT STATE AND PERSPECTIVES OF CORPORATE  
GOVERNANCE IN THE REPUBLIC OF CROATIA: THE  
EXAMPLE OF PUBLIC JOINT STOCK COMPANIES**

---

**SAŽETAK:** U radu se korporativno upravljanje u Hrvatskoj sagledava dinamički u okviru aspekata njegova nastajanja, sadašnjeg stanja te perspektiva za poboljšanje. Objašnjava se njegov razvoj počevši od privatizacije i izgradnje institucija tržišnog gospodarstva. Usprkos nekim pozitivnim pomacima kvaliteta korporativnog upravljanja u javnim dioničkim društvima je još uvijek manjkava. To se, između ostalog, očituje u nedovoljnoj transparentnosti poslovanja i neodgovarajućoj zaštiti pojedinih interesnih skupina, poput manjih dioničara. Autori stoga sugeriraju koja bi se njegova područja mogla poboljšati i na koji način, posebno s obzirom na očekivano donošenje nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja. Promjena je nužna u pronalaženju rješenja za sljedeća pitanja: a) definiranja i promocije dobre prakse korporativnog upravljanja, b) zaštite interesa malih dioničara, c) snažnije uloge nadzornih odbora, d) veće transparentnosti nagrađivanja članova uprava i vezivanja njihovih primanja uz poslovne rezultate te e) osnaživanja sustava unutarnjeg nadzora i poticanja odgovarajuće organizacijske kulture.

**KLJUČNE RIJEČI:** korporativno upravljanje, Hrvatska, javna dionička društva, kodeks korporativnog upravljanja.

**ABSTRACT:** In this paper we analyse corporate governance in Croatia dynamically from the points of view of its emergence, current situation and perspectives for its im-

---

<sup>1</sup> Ovaj članak je rezultat istraživanja korporativnog upravljanja u Hrvatskoj koje su autori proveli u prvom polugodištu 2005. zajedno s ostalim suradnicima (Bajuk et al., 2005). Pri izradi ovog članka autori su se u značajnoj mjeri oslanjali na potonju studiju te bi htjeli zahvaliti svim koautorima – mag. Joži Bajuku, Tajani Dadić te mr.sc. Meliti Veršić Marušić, kao i USAID-u na financijskoj potpori za provođenje istraživanja. Autori također zahvaljuju svim članovima uprava i nadzornih odbora koji su sudjelovali u anketi te svim intervjuiranim dioničarima koji zbog naravi istraživanja moraju ostati anonimni.

provement. Its development is put in the context of privatisation and institution building in the process of transition to a market economy. In spite of some improvements, the quality of corporate governance in public joint stock companies is still deficient. Among other things, this is reflected in insufficient transparency of doing business and inadequate protection of certain stakeholders, like minority shareholders. Hence, the authors suggest which elements of corporate governance could be improved and in which way; especially in view of the expected national code of corporate governance. The change seems to be necessary in the following areas: a) definition and promotion of good practices of corporate governance, b) protection of minority shareholders' rights, c) stronger role of supervisory boards, d) higher transparency of remuneration of management board members and alignment of their compensation with company performance and e) strengthening internal audit systems and promoting an adequate organization culture.

**KEY WORDS:** corporate governance, Croatia, public joint stock companies, code of corporate governance.

---

## UVOD

Cilj ovoga članka je pružiti sliku stanja temeljnih odnosa i pitanja korporativnog upravljanja u javnim dioničkim društvima (JDD<sup>2</sup>) u Republici Hrvatskoj i njegove implikacije za razvoj nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja.

Korporativno upravljanje podrazumijeva sustav upravljanja i nadzora nad dioničkim društvima i bavi se odnosima između uprave dioničkog društva, njegova nadzornog odbora, dioničara i drugih interesnih skupina koje su povezane s dioničkim društvom (usp. OECD, 2004). Područja koja se u tom okviru obično problematiziraju odnose se na definiranje strateških ciljeva društva, sredstava za ostvarenje tih ciljeva i načina mjerenja njihova ostvarenja te definiranje odnosa ključnih interesnih skupina s društvom i međusobno. Kvalitetno korporativno upravljanje treba udovoljiti cilju transparentnosti poslovanja dioničkog društva, učinkovitog i efikasnog korištenja njegovih resursa te uspostavi odnosa među interesnim skupinama koji će pripomoći ostvarenju strateških ciljeva dioničkog društva. Povećanjem povjerenja i odgovornosti dobro korporativno upravljanje daje društvu kredibilitet u odnosima s njegovim poslovnim partnerima, zaposlenima i ostalima. Dobrim korporativnim upravljanjem mogu se u dioničko društvo privući ulaganja te se njegovi investitori zaštititi (usp. Veršić Marušić, 2004.).

Korporativno upravljanje možemo analizirati na razini određenog trgovačkog društva i na razini neke zemlje. Odgovarajući zakoni i drugi propisi sadrže osnovna pravila upravljanja trgovačkim društvom, međutim u međunarodnoj se praksi korporativno upravljanje obično uređuje kodeksom korporativnog upravljanja. Pravni propisi i kodeksi tvore okvir kojem se trgovačko društvo prilagođuje djelomično ili u cijelosti te ga nadopunjuje vlastitom praksom prema potrebama i interesima, odnosno prema društveno-ekonomskoj okolini u kojoj se poduzeće nalazi. Ti interesi se neki put kose sa širim društveno poželjnim ciljevima transparentnog poslovanja, zaštite ulaganja od zlouporabe i sl. Iz toga su razloga

---

<sup>2</sup> Kada u tekstu spominjemo javna dionička društva, naizmjenice koristimo ili skraćenicu JDD ili termin "društva".

moguće i zlouporabe te izgrađivanje manjkave prakse korporativnog upravljanja pojedinog trgovačkog društva, što može imati i sustavne posljedice. Drugim riječima, takve pojave mogu imati negativan učinak na investicijsku klimu te efikasno djelovanje tržišta kapitala.

Polazna hipoteza rada jest da je kvaliteta korporativnog upravljanja u javnim dioničkim društvima u Hrvatskoj nedostatna, ali da postupno raste uslijed pozitivnih kretanja na tržištu kapitala i u razvoju institucionalnog okvira. Unutarnji odnosi između pojedinih interesnih skupina u trgovačkim društvima samo djelomično slijede dobru praksu razvijenih tržišnih gospodarstava, što se u praksi odražava u nedovoljnoj transparentnosti poslovanja i neodgovarajućoj zaštiti pojedinih interesnih skupina, poput manjih dioničara.

Nakon uvoda autori daju kratak osvrt na problematiku korporativnog upravljanja u Hrvatskoj. Središnji dijelovi članka nastali su na temelju empirijskog istraživanja provedenog 2005. godine. Prezentira se metodologija i organizacija istraživanja, a potom i glavni rezultati vezani uz kvalitetu korporativnog upravljanja, položaj dioničara te djelovanje uprava i nadzornih odbora u anketiranim javnim dioničkim društvima. Zaključak je upotpunjen preporukama za izradu nacionalnog kodeksa korporativnog upravljanja.

## KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U HRVATSKOJ

Pitanje korporativnog upravljanja u Hrvatskoj nametnulo se usporedno s privatizacijom i izgradnjom institucija tržišnog gospodarstva. Kao rezultat privatizacije, javlja se veliki broj malih dioničara – kako na početku 90-ih godina, tako i u kuponskoj privatizaciji 1997. godine. Međutim, spori razvitak tržišta kapitala i relativno nepovoljan položaj malih dioničara utjecali su na njihovu pasivizaciju i/ili brzu prodaju dionica. Privatizacija je stvorila preduvjete za restrukturiranje trgovačkih društava i konsolidaciju vlasničkih udjela u njima. Međutim, njezin je tok bio obilježen sporošću i značajnom dozom nekonzistentnosti i arbitrarnosti u odlukama (usp. Franičević, 1999.), a uspostava zakonskih i institucionalnih okvira za korporativno upravljanje također je bila spora i/ili nedovoljno učinkovita<sup>3</sup> (usp. Račić i Cvijanović, 2005.). Rezultat takvih odnosa bila je učestalost nereguliranih preuzimanja (u pravilu pomoću kredita) i dominacija koncentriranih vlasničkih struktura koje su u dijelu slučajeva nadzirali menadžment i zaposlenici, a dijelom krupniji vanjski dioničari. Sve je to usporilo uspostavljanje i širenje dobre prakse korporativnog upravljanja, na što su dodatno utjecali i nedostatak znanja te samo djelomično prepoznavanje važnosti korporativnog upravljanja od poslovne zajednice i stručne javnosti. To je imalo negativan utjecaj na transparentnost poslovanja trgovačkih društava i zaštitu prava dioničara, a time i na interes investitora i razvoj tržišta kapitala. Budući da se domaća trgovačka društva pri dugoročnom financiranju drže bankovnih kredita, a financiraju se iznimno rijetko izdavanjem dionica ili obveznica, tržište kapitala nije moglo imati toliki utjecaj na njihovo korporativno upravljanje<sup>4</sup>. Privatizirana trgovačka društva zadržavala su koncentriranu vlasničku strukturu te su na taj način također u mnogim slučajevima ostala izvan dosega tržišta kapitala. U svjetlu tih činjenica moglo bi se opravdati i uvođenje kotacije za JDD na

<sup>3</sup> Primjerice, Zakon o postupku preuzimanja dioničkih društava usvojen je 1997. (Narodne novine 124/97.), a središnja depozitarna agencija je počela radom 1999.

<sup>4</sup> Kao što ga ima u zemljama gdje je tržište kapitala posebno razvijeno, kao npr. u SAD-u i Ujedinjenom Kraljevstvu.

obje burze u Hrvatskoj<sup>5</sup>. Ta kotacija je predviđena Zakonom o tržištu vrijednosnih papira<sup>6</sup> kojim je propisana zakonska obveza uvrštenja na burzu dionica društava koja su na dan stupanja na snagu tog zakona 25. srpnja 2002. imala najmanje 30 milijuna kuna temeljnog kapitala i više od 100 dioničara, odnosno koja izdaju dionice javnom ponudom. Dionička društva koja ispunjavaju te uvjete imala su rok godinu dana za uvrštenje svojih dionica na burzu.

Širenje dobre prakse korporativnog upravljanja podrazumijeva prepoznavanje važnosti i korisnosti korporativnog upravljanja od poslovne zajednice, posebno u područjima kao što su dostupnost i cijena kapitala, povećanje efikasnosti poslovanja, unapređenje poslovne strategije kvalitetnijim djelovanjem nadzornog odbora, jačanje reputacije i povjerenja interesnih skupina i sl. Unatoč značajnim pomacima u mnogim područjima, u Hrvatskoj je i dalje potrebno razviti dobru praksu korporativnog upravljanja te uspostaviti odgovarajući okvir za to upravljanje. Zakon o trgovačkim društvima, propisi kojima se uređuje tržište kapitala, zakoni kojima se uređuje računovodstvo i revizija te drugi zakoni već sadrže pravila relevantna za korporativno upravljanje trgovačkim društvima. Ipak, dobru praksu korporativnog upravljanja potrebno je razvijati donošenjem i primjenom kodeksa korporativnog upravljanja (usp. Veršić Marušić, 2004.). Nacionalni kodeks korporativnog upravljanja, međutim, još uvijek<sup>7</sup> nije donesen, iako je predviđen u zakonu. Naime, članak 272a. izmijenjenog i dopunjenog Zakona o trgovačkim društvima<sup>8</sup> specificira da su uprava i nadzorni odbor društava, čije dionice kotiraju na burzi, dužne svake godine dati izjavu o tome da su postupale u skladu s preporukama objavljenim u kodeksu korporativnog upravljanja i da će i dalje po njima postupati te navesti po kojoj od njih nisu postupale ili neće postupati. Dioničarima društva ta izjava mora biti trajno dostupna.

## METODOLOGIJA I ORGANIZACIJA ISTRAŽIVANJA

Korporativno upravljanje bavi se složenim, ali relativno slabo strukturiranim problemima, gdje se definicije, mjerila i metodologija još razvijaju. Istraživanje na kojemu se temelji ovaj članak provedeno je kombinacijom metoda kako bi se u mjeri, u kojoj je to bilo moguće, ublažili neki problemi.

Osim analiziranja javno dostupnih podataka o vlasništvu i poslovanju JDD, provedeno je i anketno istraživanje te intervjui. Anketa je bila namijenjena članovima uprava i nadzornih odbora JDD te su intervjuirane ključne skupine njihovih dioničara. Na takav su način obuhvaćene sve tri skupine ključnih aktera korporativnog upravljanja – dioničari, članovi uprava te članovi nadzornih odbora.

---

<sup>5</sup> Iako, naravno, ima i pristalica suprotnog mišljenja. Najglasnije su, prilikom uvođenja JDD kotacija na Zagrebačkoj i Varaždinskoj burzi, protestirala neka od društava. Pitanje opravdanosti uvođenja takve obaveze za (javna) dionička društva ponovo se nameće u procesu pregovora Hrvatske za članstvo u Europskoj uniji. Ipak, činjenica je da je broj uvrštenih JDD na obje burze u Hrvatskoj na početku rujna 2006. gotovo nepromijenjen u odnosu na njihovu brojnost u vrijeme provođenja ovoga istraživanja (235 naprama 239 JDD).

<sup>6</sup> Narodne novine 84/2002.

<sup>7</sup> Misli se u odnosu na trenutak završavanja ovog članka, na početku rujna 2006.

<sup>8</sup> Narodne novine 118/2003.

Anketa se sastojala od šest cjelina i nekih podcjelina (navedene su u zagradama): 1) opći podatci, 2) podatci o upravi dioničkog društva (sastav i djelovanje uprave, nagrađivanje), 3) podatci o nadzornom odboru dioničkog društva (sastav i djelovanje nadzornog odbora, nagrađivanje), 4) dioničari, 5) zaštita prava interesnih skupina i 6) transparentnost i revizija (objavljivanje podataka i komunikacijski sustav društva, revizija). Anketa je 21. siječnja 2005. bila poslana predsjednicima uprava 239 JDD čije dionice su uvrštene u kotaciju namijenjenu JDD na Varaždinskoj burzi ili na Zagrebačkoj burzi. Oni su anketu trebali podijeliti svim članovima uprave i nadzornog odbora kojih je na početku siječnja bilo 1680. Prikupljanje rezultata ankete trajalo je sve do 22. veljače 2005. godine. Od ciljanih 239 JDD, anketa nije doprijetala do 2 JDD te daljnja 2 JDD nisu mogla sudjelovati u anketi zbog promjena u svojem pravnom statusu. Predstavnici jednog JDD su odbili odgovoriti na upitnik jer su smatrali da su odgovori na postavljena pitanja povjerljivi. To znači da je ukupna populacija JDD koja je analizirana u istraživanju 234, iz kojih društava dolazi 1644 člana uprava i nadzornih odbora. Odgovori su prikupljeni iz 63 JDD (26,9% svih 234 JDD) ili od 191 člana uprave i nadzornih odbora (11,6% od 1644 člana uprava i nadzornih odbora). Odgovori na anketu su analizirani na tri razine: na razini svih članova uprava i nadzornih odbora, na razini samo članova uprava odnosno članova nadzornih odbora te na razini pojedinog društva. Ankete bez odgovora na pojedina pitanja su isključene iz analize. Prikupljeni su odgovori 98 članova uprave i 91 člana nadzornog odbora. Dva ispitanika se nisu izjasnila jesu li članovi uprave ili nadzornog odbora. Odaziv ispitanika je općenito zadovoljavajući, posebno kad je riječ o članovima uprava. Nešto niži odaziv članova nadzornih odbora vjerojatno je rezultat slabije komunikacije uprava i nadzornih odbora koja negativno djeluje i na kvalitetu korporativnog upravljanja u tim društvima.

Osim ankete, obavljani su i intervjui s ključnim skupinama dioničara JDD. To su: 1) udruge dioničara, 2) društva za upravljanje investicijskim fondovima, 3) Hrvatski fond za privatizaciju i 4) holding društva i poslovne skupine u domaćem i stranom vlasništvu.

## **ANALIZA REZULTATA EMPIRIJSKOG ISTRAŽIVANJA**

### **Općenito o kvaliteti korporativnog upravljanja u JDD**

S obzirom da je većina JDD iz kojih su došli odgovori (88,9%) prošla proces privatizacije, razumljivo je da je vlasništvo JDD izrazito koncentrirano: u 57% JDD deset najvećih dioničara posjeduje više od 80% dionica. Među najvećim dioničarima dominiraju nefinancijska poduzeća, državne institucije te poduzeća u većinskom vlasništvu Republike Hrvatske, dok među dioničarima s manjim udjelom vlasništva dominiraju fizičke osobe. Sadašnji i bivši zaposlenici koji nisu članovi uprave i nadzornog odbora, u 94,7% slučajeva sudjeluju u vlasništvu društva, članovi nadzornog odbora sudjeluju u dioničkoj strukturi u 66% slučajeva, a članovi uprave u 64,8% slučajeva. Ovakva dionička struktura neposredno je povezana s privatizacijom (i eventualnim kasnijim povećanjima tako stečenih vlasničkih udjela) u kojoj su radnici bivših društvenih poduzeća u većini slučajeva postajali vlasnici dioničkih društava. Većina dioničkih društava iz ankete (81%) nije provodila programe radničkog dioničarstva koji nisu povezani s privatizacijom društva (npr. ESOP). Zastuplje-

nost fizičkih osoba među malim dioničarima upućuje na nužnost kvalitetnog korporativnog upravljanja, posebno u smislu ravnopravnosti dioničara. Štoviše, takva struktura dioničara (koncentrirano, a ne raspršeno vlasništvo) indicira da bi se problemi korporativnog upravljanja u Hrvatskoj mogli manifestirati u odnosu uprave i nadzornog odbora s dioničarima, što autori u svojem istraživanju i potvrđuju (vidjeti dolje)<sup>9</sup>. Moguće je očekivati da će se vlasnička struktura JDD u budućnosti mijenjati s obzirom na veći opseg trgovanja na domaćim tržištima kapitala u 2004., a posebno u 2005. godini (Crotiabiz, 2005.), no upitno je hoće li to u konačnici češće rezultirati i bitno raspršenijim vlasničkim strukturama. Za potonji scenarij nužna je značajnija participacija domaćih investicijskih i mirovinskih fondova te održiv interes stranih ulagača za dionice hrvatskih dioničkih društava.

Prava su interesnih skupina<sup>10</sup>, prema mišljenju članova uprava i nadzornih odbora, u velikoj mjeri zaštićena. Ipak, slaba karika je poticanje participacije zaposlenika u odlučivanju o bitnim poslovima društva, a u cilju unapređenja poslovanja. Posebno je problematičan odnos pojedinih JDD prema malim dioničarima, što se u manjoj mjeri može zaključiti iz same ankete, a više iz intervjua s ključnim dioničarskim skupinama.

Članovi uprava i nadzornih odbora JDD visoko su ocijenili transparentnost JDD, iako neki drugi odgovori tu ocjenu dovode pod znak pitanja. Naime, upitno je postojanje procedure provjere da li informacija o poslovanju društva značajno utječe na cijenu vrijednosnih papira društva te postojanje cjelovitog sustava komunikacije koji sadržava rješenja za dostavljanje podataka postojećim i potencijalnim ulagateljima, radnicima, potrošačima odnosno korisnicima usluga te širokoj javnosti. Potonje je vidljivo i iz toga što samo 70% ukupnog broja analiziranih poduzeća posjeduje web stranicu, dok se sadržaj postojećih web stranica može ocijeniti kao nedostatan, (npr. web stranice oskudijevaju relevantnim podacima za sadašnje i potencijalne dioničare), na što ukazuju i Matthews Šulenta et al. (2006).

Određeni problemi se mogu identificirati i kada je u pitanju reguliranje trgovanja vrijednosnim papirima društva od zaposlenika koji raspolažu povlaštenim informacijama, s obzirom na to da samo manji broj JDD (14,8%) takvo trgovanje regulira. To može imati negativan utjecaj na transparentnost trgovine dionicama i procese formiranja njihove cijene na tržištu. S obzirom na to da veliki postotak prometa na hrvatskim burzama otpada upravo na promet dionicama JDD, ta činjenica dobiva sustavno značenje, a služba ili odjel interne revizije poslovanja u društvu postoji tek u nešto više od polovice (51%) JDD.

## Prava dioničara

Iako su članovi uprava i nadzornih odbora iz ankete gotovo suglasni da su prava manjinskih dioničara u JDD gotovo u potpunosti zaštićena, predstavnici dioničara se s takvom ocjenom ne slažu. Iz provedenih intervjua se može zaključiti da manji dioničari smatraju kako su prilično zakinuti u svojim pravima. Marginalizacija se manjinskih dioničara u

<sup>9</sup> Naime, karakteristika korporativnog upravljanja u angloameričkim zemljama je raspršeno vlasništvo nad poduzećima, iz čega proizlazi i najveći problem takvih sustava – oportuno ponašanje menadžmenta zbog manjka kontrole od nadzornog odbora odnosno dioničara.

<sup>10</sup> Eng. stakeholders. Pojam interesne skupine obuhvaća sve fizičke i pravne osobe koje imaju neki materijalni ili nematerijalni interes u poduzeću.

nekim društvima očituje u nemogućnosti da dobiju financijska izvješća te neuvažavanje njihovih primjedaba na glavnoj skupštini. Također im se u pojedinim društvima zabranjivao upis u knjigu dionica, što sudstvo nije uspjelo rješavati u razumnom roku. U prilog tezi o nedostatku jednakopravnosti dioničara govore i nalazi da u 84,3% društava nije omogućeno glasovanje poštom na glavnoj skupštini (u slučaju kada dioničari ili njihovi opunomoćenici ondje nisu fizički prisutni)<sup>11</sup>, dok materijali o strateškim planovima društva nisu u jednakoj mjeri dostupni svim dioničarima u 19,6% društava.

Što se tiče tretmana sadašnjih i budućih investitora, može se zaključiti da im JDD u prosjeku ne pridaju dovoljnu pažnju. Naime, više od dvije trećine anketiranih JDD (67,9%) nema osobu ili odjel zadužen za odnose s investitorima.

## Uloga nadzornih odbora

Provedeno istraživanje upućuje na nekoliko ključnih problemskih područja nadzornih odbora koji su značajni za kvalitetu korporativnog upravljanja u JDD. To su: izbor članova nadzornog odbora i transparentnost njegova rada, iskustvo i obrazovanje, struktura članova nadzornih odbora te njihovo nagrađivanje.

Netransparentnost pri izboru članova nadzornog odbora te u njegovu radu očituje se u nekoliko nalaza iz ankete. Prvo, u petini društava (20,4%) se, prilikom izbora ljudi za članstvo u nadzornom odboru, na glavnoj skupštini ne pružaju detaljni podatci o kandidatima<sup>12</sup>. Drugo, u dijelu društava ne postoji poslovnik kojim je reguliran rad nadzornog odbora<sup>13</sup>. Treće, u čak 45,9% društava se nigdje ne objavljuju naknade i načela sustava naknade članova nadzornog odbora.

Članovi nadzornog odbora su u prosjeku nižeg obrazovnog stupnja od članova uprave (vidjeti dolje) jer 18,5% njih ima završenu srednju školu, 73,9% njih ima završen fakultet, a 7,6% magisterij ili doktorat. Donekle niža obrazovna razina članova nadzornog odbora u odnosu na članove uprave može se objasniti činjenicom da je članstvo u nadzornom odboru povezano s vlasničkom funkcijom, dok je članstvo u upravi povezano s profesionalnom menadžerskom funkcijom. Niža obrazovna razina članova nadzornog odbora može negativno utjecati na kvalitetu korporativnog upravljanja.

Iskustvo članova nadzornih odbora također pokazuje određene manjkavosti. Tek manji broj društava (20,9%) ima program uvođenja novih članova nadzornog odbora u poslovanje društva i rad nadzornog odbora. S obzirom na to da samo manji dio članova nadzornih odbora ima prethodno iskustvo i znanje o poslovanju društva (7,3% njih prethodno su bili članovi uprave), bilo bi korisno uvesti programe uvođenja u rad nadzornog odbora. U svrhu poboljšanja djelovanja nadzornih odbora, u skladu s iskustvima anglosak-

<sup>11</sup> Takvo rješenje je suprotno preporukama iz OECD-ovih Principles of Corporate Governance (2004).

<sup>12</sup> Iako je to u većini društava (79,6%) slučaj.

<sup>13</sup> Ovdje je bitno spomenuti da od članova 15 društava ili nije stigao nikakav odgovor ili je on bio višeznačan, što indicira nedovoljno poznavanje vlastitog dioničkog društva od nekih članova uprave odnosno nadzornog odbora.

sonskih zemalja, bilo bi poželjno češće formirati komisije (odnosno pododbore) nadzornog odbora (usp. Tipurić, 2006.). U Hrvatskoj one postoje samo u manjem broju društava. Najčešća je komisija za reviziju koja je zastupljena u 19,6% anketiranih društava.

U Hrvatskoj je djelovanje u nadzornim odborima ponajviše uvjetovano vlasničkom funkcijom, a bitno manje nezavisnom profesionalnom pozicijom. Naime, iz istraživanja slijedi da su u nadzornim odborima JDD najviše prisutni predstavnici nekog određenog dioničara, osim države (u prosjeku 2,48 predstavnika po društvu), dok su nešto manji po brojnosti predstavnici države (2,33 predstavnika). Nezavisnih stručnjaka (1,2 predstavnika) i predstavnika radnika ima bitno manje (1,1 predstavnik). Od ukupnog broja članova nadzornog odbora, samo 29,5% njih sudjeluje u upravi ili nadzornom odboru nekog drugog društva, dok 70,5% njih to ne čini. To bi, s jedne strane, trebalo omogućiti kvalitetno provođenje nadzorne uloge i drugih funkcija nadzornog odbora. Ali s obzirom na nedostatak dobre prakse korporativnog upravljanja, bilo bi potencijalno korisno češće višekratno članstvo u nadzornim odborima ukoliko bi to članstvo bilo utemeljeno na odgovarajućem znanju i iskustvu.

Koncentracija vlasništva JDD i povezanost članstva u nadzornim odborima s dioničarskom funkcijom navodi na pretpostavku da je komunikacija između uprave i nadzornog odbora zadovoljavajuća. To potvrđuju i anketirani članovi nadzornog odbora koji su u velikoj mjeri ili u potpunosti zadovoljni kvalitetom i pravodobnošću informacija koje dobivaju od uprave, učestalošću izvješća koja dobivaju od uprave te ukupnom kvalitetom suradnje s upravom. Njihovo mišljenje se podudara sa stavovima članova uprave. Međutim spomenute karakteristike JDD imaju i bitno značenje za kvalitetu korporativnog upravljanja. Naime, Hruška (2005.) pokazuje da u takvim uvjetima (dominacije malog broja dioničara) nadzorni odbor praktički ima funkciju samo *pro forma* s obzirom na to da većinski dioničari imaju (i mogu imati) direktan utjecaj na upravu.

Nagrađivanje članova nadzornih odbora JDD je u najvećem broju slučajeva (89,47%) fiksno. Budući da to ostavlja malo prostora za stimuliranje poboljšanja rada članova nadzornih odbora varijabilnim naknadama, njih je nužno uvesti (usp. Tipurić, 2006.).

## Uloga uprava

U funkcioniranju uprava se ističe nekoliko tema bitnih za kvalitetu korporativnog upravljanja u JDD: obrazovanje i iskustvo, regulacija rada, komunikacija s nadzornim odborom te nagrađivanje.

Članovi uprave koji su odgovorili na anketu, imaju visoko obrazovanje te ih 83,7% ima diplomu fakulteta, a 16,3% magisterij ili doktorat. Također, 39,8% članova uprave koji su odgovorili na anketu sudjeluje u upravama ili nadzornim odborima drugih društava. Ostalih 60,2% su članovi uprave samo jednog društva. Može se zaključiti kako u prosjeku nema značajnijeg akumuliranja funkcija koje bi moglo reducirati kvalitetu obavljanja pojedinih funkcija, odnosno negativno se odraziti na korporativno upravljanje društava.

Rad uprave nije u potpunosti reguliran u nekim ključnim pitanjima. U 62,5% društava, iz kojih je došao odgovor, postoji poslovnik kojim je reguliran rad uprave. U nekoliko



društava su njihovi članovi različito odgovorili na pitanje postoji li poslovnik o radu uprave ili ne, što govori o nedovoljnom poznavanju društva od njegovih vlastitih članova. Stanja u kojima postoji ili može postojati sukob interesa članova uprave u odnosu na društvo ili dioničare, prema mišljenju članova uprava i nadzornih odbora, u manjem su broju društava (38,9%) regulirane, odnosno djelomično regulirane (24,4%). Ostatak (36,6%) članova uprava i nadzornih odbora smatra da ta stanja nisu regulirana navedenim propisima. Pitanja vezana uz transakcije s povezanim osobama<sup>14</sup> u pravilu također nisu regulirana statutom ili poslovnikom o radu uprave - većina anketiranih članova uprava i nadzornih odbora (62,1%) smatra da takva stanja nisu regulirana, a manji dio njih (29%) smatra da su regulirana samo djelomično (8,9%).

Općenito je prisutno zadovoljstvo suradnjom uprave i nadzornog odbora, što smatraju i ispitani članovi nadzornog odbora (vidjeti gore). Većina članova uprave (59,4%) je u potpunosti zadovoljna komunikacijom s nadzornim odborom, 31,3% članova uprave je zadovoljno tom komunikacijom u velikoj mjeri, dok je 9,4% članova uprave samo djelomično zadovoljno kvalitetom komunikacije s nadzornim odborom. No, postavlja se pitanje uključuje li suradnja i odgovarajuću razinu nadzora rada uprave i transparentnost poslovanja prema dioničarima i javnosti. Ipak, uprava je u donošenju nekih odluka ograničena davanjem suglasnosti od nadzornog odbora u velikoj većini društava čiji članovi su odgovorili na ovo pitanje (93,4%). Ta ograničenja se najčešće tiču značajnijih financijskih transakcija i bitnih preustroja pravnih ili organizacijskih struktura. Značajnija smanjenja ili povećanja broja zaposlenih su u gotovo dvije trećine slučajeva u isključivoj ovlasti uprave.

Što se tiče nagrađivanja članova uprave, prosjek godišnjeg bruto primanja 76 članova uprave koji su se izjasnili na ovo pitanje iznosio je 415.535 kuna, što iznosi prosječno 34.627 kuna mjesečno, bruto. Medijan bruto godišnjeg primanja je bio 350.000 kuna odnosno 29.167 kuna mjesečno bruto. Premda podatci o plaćama ostalih zaposlenika u javnim dioničkim društvima nisu prikupljeni, ovim istraživanjem, na temelju podataka o minimalnim i prosječnim plaćama u Hrvatskoj može se procijeniti da su rasponi najviše i najniže plaće u javnim dioničkim društvima uglavnom između 1:7 i 1:10. Iako je percepcija visine plaće članova uprava relativna, potonji rasponi ipak odaju značenje te plaće. Ipak, problem se uočava u odnosu fiksnog (89,5%) i varijabilnog dijela naknade članova uprave (10,5%), iz čega proizlazi da postoji prostor za povećanje varijabilnog dijela u svrhu kvalitetnije motivacije članova uprave za postizanje poslovnih ciljeva.

Međutim, ono što se pri nagrađivanju članova uprava i nadzornih odbora može kritizirati, to je manjak transparentnosti u utvrđivanju kriterija za nagrađivanje i pri objavljivanju naknada članova uprave. Naime, u najvećem broju slučajeva kriteriji za nagrađivanje definirani su samo u ugovoru s članovima uprave, dok mnogo rjeđe postoje eksplicitniji kriteriji definirani statutom, poslovnikom ili drugim dokumentom nadzornog odbora. Razina primanja članova uprava se uglavnom definira individualnim pregovorima s menadžerima i u skladu s konkretnim uvjetima. Nadalje, u većini se slučajeva (61,1%) mjesto objavljivanja naknada članova uprave i načela sustava naknade članova uprave obično ne definiraju.

---

<sup>14</sup> Npr. društvima u vlasništvu članova nadzornog odbora, uprave ili značajnijih dioničara.

## ZAKLJUČAK I PREPORUKE ZA IZRADU NACIONALNOG KODEKSA KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA

Stanje korporativnog upravljanja u JDD postupno se poboljšava, ali još uvijek postoji značajan prostor za unapređenje i ubrzanje tih procesa. Formiranje kotacije za dionice JDD na Varaždinskoj burzi i na Zagrebačkoj burzi doprinijelo je većoj transparentnosti JDD. Ipak, sama društva se ne trude povećati svoju transparentnost prema sadašnjim i potencijalnim investitorima jer imaju neinformativne web stranice i jer većina njih nema osobu odnosno odjel za odnose prema investitorima. Nakon uvrštenja dionica JDD u odgovarajuće kotacije na domaćim burzama dogodio se porast trgovine dionicama pojedinih društava što možemo zahvaliti brojnim čimbenicima, kao što su uspješniji poslovni rezultati, smanjenje rizika, očekivanje rasta cijena dionica i kvalitetnije izvještavanje o poslovanju JDD-a, ali i općenito pozitivnim kretanjima na tržištu kapitala. Solidnija JDD će i u budućnosti ostati privlačna potencijalnim investitorima, što će utjecati na daljnje poboljšanje kvalitete korporativnog upravljanja.

Većina društava barem formalno primjenjuje bitne regulatorne mehanizme u radu uprava, poput postojanja poslovnika i ograničenja u donošenju određenih strateških odluka i sl., ali su nešto slabije regulirane okolnosti u kojima može postojati sukob interesa članova uprave u odnosu na društvo ili dioničare, kao i transakcije s povezanim osobama. Nagrađivanje članova uprava u nedovoljnoj mjeri sadrži varijabilnu komponentu kojom bi se vezivala razina primanja uz poslovni rezultat. Problem je i nedovoljna transparentnost pri nagrađivanju.

Članovi uprava i nadzornih odbora podjednako su zadovoljni izvještavanjem i međusobnom suradnjom. Članovi nadzornog odbora rijetko dobro poznaju svoje dioničko društvo, nešto su niže obrazovne razine od članova uprave, a i rijetko se kada stručno usavršavaju. Iz toga je evidentno da postoji potreba njihova kvalitetnijeg uvođenja u poslovanje matičnog društva. Djelovanje u nadzornim odborima obično proizlazi iz povezanosti s društvom ili pojedinim dioničarima, a bitno manje iz neovisne profesionalne pozicije. To implicira i neadekvatnu kontrolu uprave od strane nadzornog odbora, kako naglašava Hruška (2005.). Rijetko se primjenjuju mjere unapređenja rada nadzornog odbora i nadzorni odbori u pravilu nemaju posebne komisije unutar svoje strukture, uz iznimku komisija za reviziju koje su nešto značajnije prisutne. Članovi nadzornog odbora u prosjeku imaju fiksnu i nešto transparentniju naknadu nego članovi uprave. Ove spoznaje upućuju na potrebu značajnog poboljšanja uloge nadzornih odbora, što je u skladu s Tipurićevim (2006.) zaključcima.

Pojedina JDD još uvijek imaju značajne udjele državnog vlasništva, što implicira preporu privatizaciju vlasničkih udjela države u tom segmentu. Zbog relativno niske razine upravljačke i financijske sposobnosti države to u pravilu znači i nižu kvalitetu korporativnog upravljanja u tim društvima. S obzirom na činjenicu da je većina analiziranih društava prošla privatizaciju, u vlasničkoj strukturi su najčešće zastupljeni sadašnji i bivši zaposlenici društva, a u oko dvije trećine slučajeva dionice posjeduju i članovi nadzornih odbora i uprava. Programi radničkog dioničarstva provedeni su u manje od petine društava. Iako su

članovi uprava i nadzornih odbora gotovo suglasni da svi dioničari imaju jednaka prava, postoje naznake da to nije uvijek tako. Naime, materijali o strateškim planovima društva nisu jednako dostupni svim dioničarima, u nekim društvima manjinski dioničari ne uspijevaju dobiti financijsko izvješće te im se zabranjuje opis u knjigu dionica. Članovi uprava i nadzornih odbora visoko su ocijenili i zaštitu prava i interesa ostalih interesnih skupina u dioničkim društvima, uz iznimku nešto niže ocjene poticanja participacije zaposlenih u odlučivanju. Međutim vjerodostojnost ovih ocjena nije mogla biti izravno provjerena.

Ovi rezultati omogućuju identifikaciju nekoliko ključnih razvojnih izazova korporativnog upravljanja u Hrvatskoj, na koje bi posebice budući kodeks korporativnog upravljanja trebao utjecati. Ti izazovi su sljedeći: a) definiranje i promocija dobre prakse, b) zaštita interesa malih dioničara, c) snažnija uloga nadzornih odbora, d) veća transparentnost nagrađivanja članova uprava i vezivanje njihovih primanja uz poslovne rezultate, e) osnaživanje sustava unutarnje kontrole i poticanje odgovarajuće organizacijske kulture.

U Hrvatskoj, s obzirom na nedostatna znanja o korporativnom upravljanju, nedovoljnu aktivnost obrazovnih i stručnih ustanova i udruženja koja okupljaju članove nadzornih odbora i/ili uprava, postoji problem definiranja i promocije dobre prakse korporativnog upravljanja. Ipak, pomoću proaktivnog pristupa poslovni sektor ima šansu prepoznati koristi od poboljšavanja korporativnog upravljanja. Uz takav pristup nužno je i učinkovito provođenje propisa te sankcioniranje nepravilnosti. Glavnu ulogu u tome trebale bi imati Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Zagrebačka burza i Varaždinska burza te sudbena vlast.

Netransparentno poslovanje pojedinih JDD te ograničavanje prava malim dioničarima još uvijek su prisutni u određenom broju JDD. Koncentrirane vlasničke strukture, kakve prevladavaju u Hrvatskoj, omogućuju uzurpaciju položaja većinskih dioničara na štetu malih dioničara, stoga je nužno osigurati jednakopravnost malih dioničara. Jednakopravnost je posebno potrebna u pitanjima pravodobnog i točnog informiranja, transakcija između društva i dioničara sa značajnijim udjelima u društvu, procesa preuzimanja dioničkih društava i sl.

Iako se kvaliteta rada nadzornih odbora u Hrvatskoj s vremenom poboljšava (Tipurić, 2006.), jačanje uloge nadzornog odbora omogućit će njegovu veću efikasnost te će povećati reputaciju trgovačkog društva. To bi se trebalo postići poboljšavanjem informiranosti članova nadzornih odbora o poslovanju društva, poboljšavanjem njihove stručne osposobljenosti te, ukoliko je moguće, njihove nezavisnosti.

Poticanje odgovornosti članova uprava te usklađivanje njihovih interesa s interesima dioničara i ostalih interesnih skupina moglo bi se poboljšati većom transparentnosti novčanih primanja članova uprava, kao i povećavanjem varijabilnog dijela njihove naknade.

Učinkoviti sustav unutarnje kontrole ima za pretpostavku transparentnost i efikasne mehanizme upravljanja poslovnim rizicima. Pri tome bi odgovarajuća organizacijska kultura koja potiče transparentnost, odgovornost i dugoročan pristup stvaranju vrijednosti takav sustav unutarnje kontrole trebala osnažiti. U toj zadaći se ističe uloga menadžmenta dioničkog društva, odnosno kvalitete čelnništva u tvrtki.

## LITERATURA

1. Bajuk, J., Cvijanović, V., Dadić, T., Račić, D., Veršić Marušić, M., *Korporacijsko upravljanje u javnim dioničkim društvima u Republici Hrvatskoj*, Ekonomski institut, Socius d.d. i Odvjetnički ured Veršić Marušić, Zagreb, 2005.
2. Croatiabiz, *Burze 2005.: znaci zrelosti tržišta*, 29.12.2005. Raspoloživo na <http://info.croatiabiz.com/print.php?ID=27464&&>
3. Franičević, V., *Privatization in Croatia: Legacies and Context*, Eastern European Economics, 37 (2), str. 5-54, 1999.
4. Hruška, D., *Vlasnička koncentracija i korporativno upravljanje u Hrvatskoj*, magistarski rad, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet Zagreb, 2005.
5. Matthews Šulenta, L., Koričan, M., Mušura, A., *Results of Second Annual Survey: Reporting on Corporate Governance and Corporate Social Responsibility by Major Croatian Companies*, Zagrebačka škola ekonomije i managementa, Zagreb, 2006. Raspoloživo na [http://www.zsem.hr/site/index.php?option=com\\_docman&task=doc\\_download&gid=26&lang=hr\\_HR](http://www.zsem.hr/site/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=26&lang=hr_HR)
6. OECD, *OECD Principles of Corporate Governance*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris, 2004.
7. Račić, D., Cvijanović, V., *Privatization, Institution Building and Market Development: The Case of Croatia*, u Kušić, S. (ur.), *Path-dependent Development in Western Balkans*, str. 43-77, Peter Lang, Frankfurt, 2005.
8. Tipurić, D., *Nadzorni odbor i korporativno upravljanje*, Sinergija, Zagreb, 2006.
9. Veršić Marušić, M., *Zašto kodeks korporacijskog upravljanja*, Hrvatska pravna revija, str. 31.-39., prosinac 2004.