

Lovorka Galetić
Sanda Rašić Krnjaković*

UDK 331.24 (497.5)
JEL Classification J33
Pregledni rad

DIONIČARSTVO ZAPOSLENIH U HRVATSKOJ – STANJE, MOGUĆNOSTI I PERSPEKTIVE

Ključ je uspjeha konkurentski orijentiranog, modernog poduzeća, među ostalim, motiviranje zaposlenih na bolji i efikasniji rad. Veliku ulogu u tome imaju i alternativni sustavi nagrađivanja, posebno dioničarstvo zaposlenih. Ono obuhvaća čitav niz programa u koje ulaze mirovinski usmjereni planovi kao što su ESOP (Employee Share Ownership Plan) i 401(k) planovi, zatim konvencionalne dioničke opcije (Stock-options), dioničke opcije s premijskim cijenama i ograničene dionice (restricted stocks). Iako se ne ubrajaju u dioničarstvo u pravom smislu riječi, mnoge se firme koriste modelima kao što su stock appreciations rights (SARs) i fantomske dionice (phantom stock), jer tako mogu iskoristiti prednosti koje dioničarstvo pruža. U ovome radu objašnjeni su sustavi dioničarstva zaposlenih, izneseni su glavni motivi njihova uvođenja i analizirani su stanje, mogućnosti i perspektive njihove primjene u Hrvatskoj.

Ključne riječi: dioničarstvo zaposlenih, ESOP, dioničke opcije, ograničene dionice, SARs, fantomske dionice, 401 (k) planovi, privatizacija

Uvod

Trend suvremene ekonomije zasnovane na znanju jest rastuća važnost ljudskog i intelektualnog kapitala u odnosu na fizički. Za stvaranje znanja i za stvaranje konkurentске prednosti presudni su različiti oblici ljudskih talenata ključnih za određene

* L. Galetić, dr. sc., redoviti profesor i S. Rašić-Krnjaković, dr. sc., viši asistent, obadvice s Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu. Članak primljen u uredništvo: 15. 12. 2003.

industrije. Zaposlenici i menadžeri s potrebnim vještinama postaju rijedak resurs za kojim je potražnja sve veća, pa kompanije različitim sustavima motiviranja nastoje zadržati i privući takve deficitarne ljudske potencijale. Pritom razvijanje stimulativnog, otvorenog i fleksibilnog sustava nagrađivanja ima veoma značajnu ulogu. Sve se više pažnje pridaje različitim novim, alternativnim sustavima nagrađivanja, kao što je npr. sudjelovanje zaposlenih u uspjehu (npr. gainsharing, profitsharing) i vlasništvu kompanije, a u to ulaze i programi dioničarstva zaposlenih.

Dioničarstvo zaposlenih podrazumijeva sudjelovanje zaposlenih u vlasništvu poduzeća za koje rade, a koje ima dioničku koncepciju¹. U pravilu se pretpostavlja da zaposlenici pribavljaju dionice po uvjetima povoljnijima od tržišnih. Dioničarstvo zaposlenih ne uključuje samo menadžere, već i ostale zaposlenike koji zadovoljavaju određene kriterije (primjerice, određena dužina zaposlenja u tvrtki, starost, radni učinak, hijerarhijski rang i sl.). Zaposleni sudjeluju u temeljnom kapitalu društva pa tako dobivaju imovinska prava kao što su pravo na dio temeljnog kapitala, na dividendu, na biranje uprave društva, na sudjelovanje u odlučivanju, na udio u stečajnoj masi, na kupnju dionica nove emisije, na prvokup dionica, na uvid u poslovna izvješća i sl. Da bi programi dioničarstva postigli uspjeh, zaposlenici - sudionici dioničarstva moraju naučiti što su to osnove dioničarstva, što su mjere poslovnog uspjeha i na koji način mogu utjecati na uspjeh da bi se povećala vrijednost njihova udjela u poduzeću. Zaposlenici moraju biti informirani o stanju u poduzeću, o ciljevima poduzeća i o postignutom napretku i moraju imati mogućnost sudjelovati u odlučivanju. Važni su stalno učenje i komunikacija kao i sustav menadžmenta kojim će se stvoriti vlasnički način razmišljanja.

Teorija i praksa poznaju različite modele dioničarstva zaposlenih, no oni bi se svi, zapravo, mogli klasificirati u četiri osnovne skupine:

1. Izravna i besplatna podjela dionica zaposlenima, obično vezana uz sudjelovanje zaposlenih u profitu (profit-sharing), gdje se dio profita zaposlenicima ne daje u novcu nego u dionicama.
2. Prodaja dionica pod uvjetima povoljnijima od tržišnih. Razlika se plaća iz profita.
3. ESOP (Employee Stock Ownership Plan) – specifičan model dioničarstva zaposlenih, razvijen u SAD. Zasniva se na kolektivnom pribavljanju dionica za zaposlene iz profita poduzeća. Potiče se fiskalnim mjerama.
4. Dioničke opcije (stock options) – mogućnost zaposlenima da u određenom vremenskom razdoblju (npr. pet godina) kupe određenu količinu dionica po unaprijed određenoj cijeni.

¹ Podrazumijeva se da je pravni oblik tvrtke dioničko društvo. To je trgovačko društvo u kojem članovi (dioničari) sudjeluju u ulozima u temeljnom kapitalu podijeljenom na dionice.

Cilj je ovog rada dati pregled i usporediti različite oblike dioničarstva zaposlenih, analizirati stanje dioničarstva zaposlenih u hrvatskim poduzećima, te ispitati mogućnosti i perspektive primjene pojedinih modela u Hrvatskoj. U ovome će radu pobliže biti objašnjeni ESOP (Employee Share Ownership Plan), konvencionalne dioničke opcije (Stock-options), dioničke opcije s premijskim cijenama i ograničene dionice (Restricted stocks) i 401(k) planovi. Također ćemo se osvrnuti na tzv. fiktivno dioničarstvo, kojem pripadaju stock appreciations rights (SARs) i fantomske dionice (Phantom stock).

ESOP (Employee Share Ownership Plan)

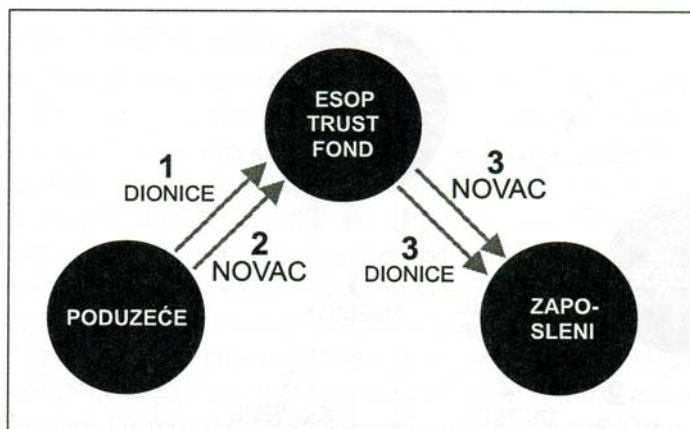
ESOP je plan koji omogućuje zaposlenicima da postanu vlasnici dionica poduzeća za koje rade. Prema izvornoj ideji, ESOP je mirovinski usmjeren, porezno potican plan, koji zaposlenicima daje dionice poduzeća za koje rade, a vrijednost kojih dobivaju prilikom odlaska iz poduzeća (najčešće umirovljenja). Ideja potječe od *profit sharinga*, ali se umjesto podjele profita zaposlenicima daju dionice kupnja kojih se financira iz profita poduzeća. Radnici postaju suvlasnici poduzeća uz pomoć sredstava poduzeća ili uz pomoć zajma koji podiže poduzeće. Koristeći se financijskom snagom i kreditnim *ratingom* poduzeća, zaposlenici mogu steći znatno veći broj dionica nego što im to njihove financijske mogućnosti dopuštaju.

Važno pravilo u ESOP jest da se dionice poduzeća alociraju svim zaposlenicima. Dionice koje posjeduju zaposlenici najčešće nisu individualizirane (ne glase na pojedinog zaposlenika), već njima upravlja ESOP fond - samostalna financijska ustanova koja drži dionice i upravlja njima u ime i za račun zaposlenika u najboljem interesu zaposlenika. Prema načinu financiranja dva su glavna oblika ESOP: polužni i nepolužni ESOP.

U slučaju nepolužnog ESOP, poduzeće u ESOP fond donira nove dionice iz vlastitog kapitala ili daje novac za kupnju postojećih dionica. O polužnom ESOP govorimo ako poduzeće posudi novac za kupnju novih ili postojećih dionica. Slika 1. prikazuje nepolužni ESOP. U nepolužnom ESOP, tvrtka financira dioničarstvo iz svojih sredstava. Svake godine poduzeće fondu daje dionice (1) ili novac (2) koji je potreban za kupnju dionica, zaposleni nemaju nikakve izdatke. Fond drži dionice zaposlenika i u određenim ih razdobljima obavještava koliko posjeduju i kolika je vrijednost njihova kapitala. Zaposlenici primaju vrijednost dionica kada odlaze u mirovinu ili kada zbog drugih razloga napuštaju poduzeće (3).

Slika 1.

NEPOLUŽNI (NONLEVERAGED) ESOP



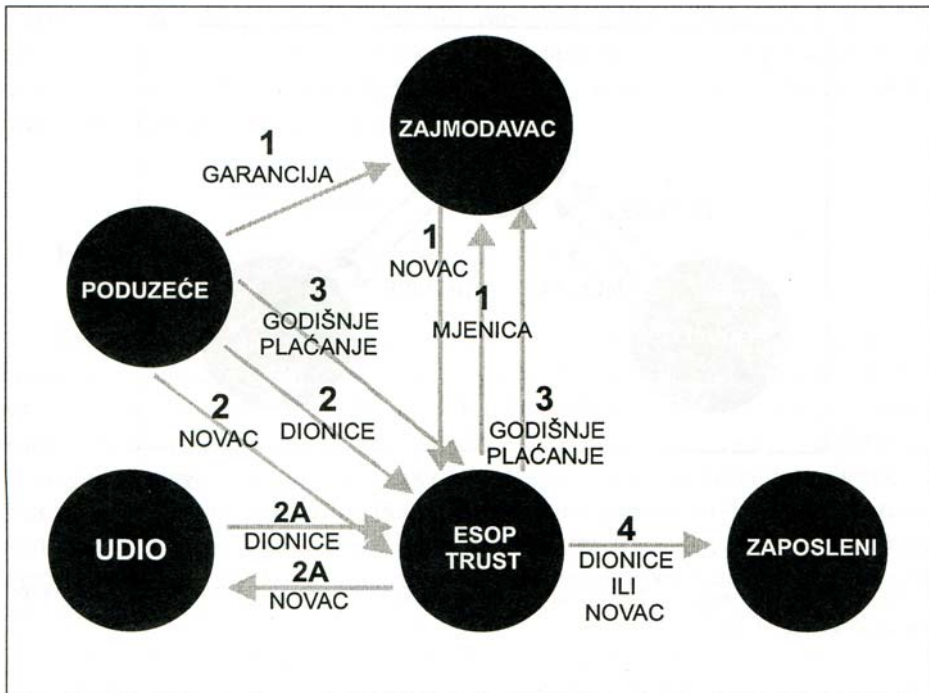
Izvor: National Center for Employee Ownership (NCEO), USA, <http://www.esopassociation.org/whatis/laveraged.html>

U polužnom ESOP poduzeće posuđuje novac od banke ili neke druge specijalizirane institucije, zatim ga posuđuje ESOP fondu. Poduzeće zajmodavcu daje jamstvo za zajam ESOP fonda. Fond tada kupuje novoemitirane dionice poduzeća ili stare dionice od postojećih vlasnika. Poduzeće se obvezuje otplatiti zajam. Kako se zajam otplaćuje, dionice se dodjeljuju na račune zaposlenika-sudionika, pa zaposlenici postaju vlasnici.

Na slici 2 vidi se shema polužnog ESOP. Zajmodavac posuđuje novac ESOP-u uz jamstvo poduzeća (1). ESOP kupuje dionice od poduzeća (2) ili od već postojećih dioničara (2A). Svake godine kompanija daje ESOP-u gotovinu, što se tretira kao trošak koji se odbija od porezne osnovice (unutar određenih ograničenja), kojom se zajmodavcu vraća zajam (3). Zaposlenici primaju dionice ili gotovinu kad odlaze u mirovinu ili napuštaju tvrtku (4).

Slika 2.

POLUŽNI (LEVERAGE) ESOP



Izvor: National Center for Employee Ownership (NCEO), USA, <http://www.esopassociation.org/whatis/leveraged.html>

U većem broju razvijenih zemalja fiskalnim se mjerama potiče uvođenje ESOP (djelomičnim oslobođenjem od poreza). Bez obzira na koji način ESOP plan stjecao dionice, ulaganja poduzeća u fond umanjuju poreznu osnovicu. U SAD, primjerice, dva porezna poticaja stvaraju ESOP atraktivnim za poduzeća. Prvo, otkako je donesen zakon da se uložiti u ESOP tretiraju kao trošak koji umanjuje poreznu osnovicu, na glavnici zajma i na kamate za ESOP ne plaća se porez (inače se odbija samo plaćena kamata). To može znatno sniziti troškove financiranja. Drugo, dividende koje se plaćaju na ESOP dionice ili se koriste za otplatu ESOP zajma također su trošak koji ne ulazi u poreznu osnovicu.

O veličini ulaganja poduzeća u ESOP fond odlučuje odbor direktora. Dionice u fondu razmještene su na individualne račune zaposlenika, obično razmjerno s

plaćom (može biti razmjerno prema stažu u poduzeću ili po formuli koja kombinira plaću i staž). U trenutku napuštanja poduzeća zaposlenik dobiva gotovinsku vrijednost dionica koje posjeduje i za koje je ovlašten (raspolaganje dionicama vremenski je odloženo, tj. uvjetovano je odlaskom u mirovinu, otkazom i sl.). Kada zaposlenici napuštaju poduzeće, oni primaju svoje dionice, koje poduzeće mora otkupiti od njih po tržišnoj vrijednosti.

Premda postoje neke iznimke, općenito svi punoljetni zaposlenici s punim radnim vremenom mogu sudjelovati u ESOP planu uz uvjet da određeno vrijeme (često, godinu dana) rade u poduzeću. Pravilno dizajniran ESOP plan, dopušta vlasnicima da zadrže kontrolu poduzeća, jer korisnici ne moraju imati pravo glasa ni utjecaj na politiku donošenja odluka u poduzeću. Kako u poduzeću raste staž zaposlenika, tako se povećavaju prava na dionice na njihovom računu (proces poznat pod nazivom "vesting"²). Zaposlenici postaju vlasnicima dionica s njihovih računa tek na osnovi punomoći koje im daje poduzeće (dobivaju stopostotna prava obično nakon 5 do 7 godina zaposlenja u poduzeću). Do toga trenutka vlasnik je dionica ESOP fond. Često je na svršetku prve godine zaposlenik ovlašten raspolagati s tek 20% sredstava, no taj postotak raste sve dok zaposleni ne postanu u potpunosti ovlašteni raspolagati doniranim sredstvima (nakon 5 do 7 godina). Valja spomenuti kako postoji mogućnost da poduzeće odmah ovlasti zaposlenike raspolagati sredstvima sa svojih računa. Kad sudionik ESOP odlazi u mirovinu, kada postane nesposoban obavljati posao ili kada umre, ESOP fond mu dodjeljuje dionice u tijeku planske godine u kojoj je događaj uslijedio. Uobičajeno je da poduzeće od njega otkupi dionice po tržišnoj cijeni. Prema američkim zakonima, kada sudionik ESOP prestaje raditi u poduzeću zbog razloga koji nisu vezani uz odlazak u mirovinu, nesposobnost ili smrt, distribucija njemu pripadajućih sredstava može biti odgođena.³ Distribucija dionica, ako se radi o polužnom ESOP-u, može biti odgođena do one planske godine koja slijedi godini u kojoj je zajam potpuno otplaćen. ESOP fond može isplaćivati dionice i u obrocima, i to u razdoblju koje počinje najkasnije godinu dana nakon umirovljenja.⁴ U tom slučaju poduzeće mora osigurati sigurne isplate i pripadajuće kamate.

U SAD je predviđena mogućnost diversifikacije dodijeljenih dionica. Ako sudionici ESOP dosegnu starosnu dob od 55 godina i sudjeluju u planu 10 godina, u tijeku sljedećih pet godina imaju pravo 25% dionica poduzeća koje su dobili od ESOP i koje su smještene na njihovim računima ulagati i u ostale vrijednosnice (diversificirati). U šestoj godini oni mogu diversificirati do 50% dionica. Da bi se

² To vest = dati legalno pravo, ovlastiti.

³ U američkim je zakonima uvjetovano da mora započeti najkasnije šeste godine nakon godine u kojoj je uslijedilo napuštanje posla.

⁴ Prema američkim zakonima to razdoblje mora završiti najkasnije pet godina od godine u kojoj je uslijedilo umirovljenje.

mogla provesti diversifikacija, ESOP mora (1) ponuditi najmanje 3 opcije ulaganja u vrijednosne papire bilo iz ESOP ili iz nekog drugog plana ili (2) distribuirati sudionicima gotovinu ili kapital poduzeća podijeljen na dionice.

U poduzećima kojih dionice kotiraju na burzi, zaposlenici mogu dobijene dionice prodati na tržištu. Poduzeća kojih dionice nisu na javnome tržištu moraju dati zaposlenicima «put» opciju (Put Option) koja im dopušta da dionice prodaju poduzeću po tržišnoj vrijednosti. «Put» opcija daje se dva puta. Prva se daje u roku od 60 dana od dana distribucije dionica. Ako zaposlenik odluči ne prodati dionice u tome razdoblju, poduzeće mora ponuditi drugu «put» opciju koja također traje 60 dana, i to u tijeku sljedeće planske godine. Nakon toga razdoblja, poduzeće nema daljih obveza prema ponovnom otkupu dionica.

Neki od poželjnih uvjeta za pokretanje ESOP programa jesu da je poduzeće koje ga namjerava uvesti uvršteno na burzu (da bi zaposlenici znali vrijednost dionica), da se radi o zdravom poduzeću koje je prošlo fazu restrukturiranja i koje ima optimalan broj radnika, sređeno upravljanje i rukovodeći sustav. Za kvalitetno uspostavljanje ESOP potrebni su vrhunski stručnjaci-konzultanti, osobito pravnici koji poznaju zakone kojima se uređuje uvođenje i funkcioniranje ESOP i financijski stručnjaci da bi procijenili njegovu rentabilnost.

Dioničke opcije

Dioničke opcije daju mogućnost zaposlenima da u određenom vremenskom razdoblju kupe određenu količinu dionica po unaprijed određenoj cijeni. U najpoznatije i u praksi najraširenije oblike ubrajamo konvencionalne dioničke opcije - koje predstavljaju pravo na odgođenu kupnju dionica u određenom roku po fiksnoj cijeni i dioničke opcije s premijskim cijenama - koje daju pravo na odgođenu kupnju dionica u određenom roku po fiksnoj cijeni koja je viša od tržišne.

Konvencionalne dioničke opcije (Stock options)

Dioničke opcije kao oblik kompenzacije pojavile su se godine 1940., a šire su se počele primjenjivati u pedesetim godinama. U početku su bile korištene kao oblik motiviranja menadžera, a u posljednjim se godinama dodjeljuju i ostalim zaposlenicima. Dioničke su opcije prava koja zaposlenicima daju mogućnost kupnje određene količinu dionica poduzeća za koje rade po unaprijed definiranoj fiksnoj cijeni i u definiranom roku. Kao fiksna cijena, najčešće se određuje knjigovodstvena

ili tržišna vrijednost dionica u trenutku davanja opcije, ali ona može biti i niža. Rok na koji se opcija daje najčešće je između tri i sedam godina, ali može biti i duži (primjerice deset godina). Također se mora odrediti razdoblje u kojem se dionice moraju kupiti nakon realizacije opcije (obično šest mjeseci ili godinu dana). Pravo na realizaciju opcije imaju oni zaposlenici koji ne napuste poduzeće u roku u kojem je opcija dana. Korisnik opcije može, ali ne mora, realizirati opciju. Ako je poduzeće uspješno poslovalo u razdoblju od odobravanja do realizacije opcije, vrijednost će dionice rasti, pa će u trenutku realizacije biti veća nego u trenutku izdavanja. Drugim riječima, u slučaju uspješnog poslovanja i rasta vrijednosti dionica korisnik ostvaruje zaradu, jer će na dan realizacije dionice platiti manje nego što one stvarno vrijede. U tomu upravo i jest osnovni dugoročni poticaj koji imaoca opcije, pogotovo ako je on viši menadžer, motivira da donosi ispravne strateške odnosno dugoročne odluke kako bi povećao vrijednost poduzeća. Sa druge strane, ako vrijednost dionica padne ili ostane ista, korisnik ne mora realizirati opciju. Opcije nisu prenosive, osim u slučaju smrti zaposlenika. Dioničke opcije najčešće nemaju povlašten porezni tretman.

U posljednje vrijeme poduzeća uvode nove mogućnosti u okviru dioničkih opcija. Neka poduzeća korisniku opcije daju mogućnost da zatraži isplatu gotovine u iznosu razlike između specificirane i stvarne tržišne vrijednosti dionica, umjesto da stvarno kupi dionice (Goić, 1993). Sljedeća je mogućnost kombiniranje dioničkih opcija s ograničenim dionicama, kombiniranje s kreditiranjem kupnje dionica, plaćanje negativne razlike između tržišne vrijednosti dionica u trenutku dospijea opcije i fiksne vrijednosti opcije. Osim toga, neka poduzeća za menadžere uvode kaznene odredbe u slučaju pada tržišne vrijednosti dionica.

Izvori dionica na koje se daju opcije jesu: postojeće dionice koje posjeduje poduzeće (drži ih u trezoru), nova emisija dionica u okviru internog povećanja kapitala poduzeća, javna emisija dionica (Nanut, 1989).

U kreiranju dioničkih opcija poduzeće mora odrediti koji će dio dionica dati kao opcije, tko će dobiti opcije i kako će rasti broj zaposlenih koji dobivaju opcije. Ne bi se smjelo pretjerivati u dodjeli opcija, među ostalim i zato što to može onemogućiti dodjelu opcija budućim zaposlenicima (National Centar for Employee Ownership, 2002).

Valja istaknuti da konvencionalne dioničke opcije nagrađuju samo apsolutnu promjenu cijene dionica (promjene cijene u tijeku vremena), a ne relativnu (ne uspoređuju cijene dionica s konkurentskim tvrtkama ili sa tržišnim prosjekom). Dalje, ne povezuju u potpunosti interese menadžera i dioničara, jer u slučaju pada vrijednosti dionica menadžeri gube mnogo manje nego dioničari (ne moraju realizirati opciju), osim ako nema kaznenih odredbi.

Dioničke opcije s premijskim cijenama

Ovaj oblik dioničarstva zaposlenih postao je popularan posljednjih godina. Razlika prema konvencionalnim dioničkim opcijama jest ta da se vrijednost dionica fiksira po cijeni koja je viša od tržišne i to za onaj postotak koji je procijenjen kao minimalna razina povrata za dioničare. Poduzeće mora postići minimalnu razinu povrata da bi imao opcije mogli opciju iskoristiti. U tom će slučaju korisnici opcija stvarno zaslužiti svoju nagradu. Autori koji se bave tom problematikom podržavaju takav način povezivanja interesa zaposlenih i dioničara. Problem se može pojaviti ako menadžment odluči poduzeti previše rizične akcije da bi podigao vrijednost dionica do premijske cijene. Ako akcije ne uspiju, cijena dionica može pasti. Dioničari u tom slučaju gube znatno više nego menadžeri i ostali zaposlenici. Stoga je kod dodjele premijskih opcija veoma važno da minimalni prag povrata bude realno ostvariv.

Ostali oblici dioničarstva zaposlenih

Od ostalih oblika dioničarstva zaposlenih kao zanimljive izdvajamo još ograničene dionice (restricted stocks) i 401(k) planove. Postoje i dva sustava koja ne pripadaju pravom dioničarstvu, ali ih navodimo zato što donose koristi koje dioničarstvo pruža: stock appreciation rights (SARs) i fantomske dionice (phantom stocks).

Ograničene dionice (restricted stocks)

Ograničene dionice slične su obveznicama koje kotiraju na tržištima, ali je razlika to što ograničene dionice imaju zabranu trgovanja (prodaje i prijenosa) na određeno vremensko razdoblje. To vremensko razdoblje određuju: poduzeće i imatelj ograničenih dionica, samo poduzeće ili Komisija za trgovanje vrijednosnim papirima. Budući da se ograničenim dionicama ne može slobodno trgovati, one imaju manju likvidnost, pa je teže određivati njihove vrijednosti. Poduzeće zaposlenima može prodati ograničene dionice uz popust koji se najčešće kreće od 15% do 25% ili se dobiva jedna besplatna dionica na svake četiri kupljene dionice. Uobičajeno ograničenje jest da zaposlenik mora ostati u poduzeću određeno razdoblje prije nego što mu pripadne vlasništvo nad dionicama. Za primljeni iznos nagrade zaposlenik plaća porez primjenom stope poreza na dohodak.

O ograničenim dionicama govorimo i u slučaju kada poduzeće daje zaposlenicima mogućnost da dobiju dionice kao nagradu za rezultate koje moraju ostvariti. Ograničene dionice mogu se dijeliti menadžerima za postizanje zadanih ciljeva poboljšanja performansi poduzeća. Kao cilj poboljšanja performansi može se uzeti bilo koja mjera financijskog ili dioničkog tržišta ili njihova kombinacija, ali se najčešće koristi ukupnim povratom dioničarima (TRS - Total return to shareholders). Ukupan povrat dioničarima može biti iskazan u: (1) apsolutnoj vrijednosti (primjerice, porast vrijednosti dionica za $x\%$ u roku od n godina), (2) relativnoj vrijednosti (primjerice, premašiti prosječni TRS koji se ostvaruje u određenoj djelatnosti, pri čemu se količina dionica koje se dodjeljuju može vezati uz postotak premašivanja prosječnog TRS).

401 (k) planovi

Ovi su planovi uvedeni u SAD-u i imaju veliku zakonsku potporu što je jedan od razloga njihova uspjeha. I 401 (k) plan vrsta je plana podjele profita. Sastoji se u tome da zaposlenici sami odlučuju u što će biti investiran dio profita koji im je raspodijeljen, a koji neće primiti u gotovini. Poduzeća potiču zaposlenike da taj iznos upotrijebe za kupnju njihovih dionica i tako postanu sudionici plana. Tim 401 (k) planovima najčešće se koristi kao mirovinskim planom, tj. ukupan se uplaćeni iznos isplaćuje zaposlenicima nakon umirovljenja. Ograničenje ovoga plana jest da zaposlenici u njega ne mogu uplatiti više od 15% ukupnih godišnjih prihoda (u SAD). Na iznose koji se uplaćuju u ovaj fond zaposlenici imaju pravo određenih poreznih olakšica.

Bonus zbog povećane vrijednosti dionica (Stock appreciation rights - SARs) i fantomske dionice (phantom stocks)

Stock appreciation rights predstavljaju tehniku kojom se zaposlenicima omogućuje da se koriste prednostima posjedovanja dionica bez stvarnog prijenosa dionica na zaposlene. SARs daje pravo zaposlenicima da u određenome trenutku prime novčanu naknadu (bonus) u iznosu za koji je uvećana vrijednost dionica poduzeća. Taj je iznos jednak razlici vrijednosti određenoga broja dionica poduzeća na određeni dan i vrijednosti tih dionica na dan kad su iskorištena ili kada istječu prava na SARs. Isplate se obično obavljaju u novcu, ali mogu biti i u dionicama poduzeća ili kombinirano u novcu i u dionicama. SARs se najčešće daje na rok od 5 do 10 godina, ali može prestati i ranije ako zaposlenik prekine radni odnos. Isplate

se obavljaju nakon određenoga broja godina ili pred odlazak u mirovinu. Nemaju povlašteni porezni tretman. Popularne su u obiteljskim poduzećima.

Fantomske dionice predstavljaju kompenzacije ključnim zaposlenicima za porast vrijednosti poduzeća bez stvarne podjele vlasništva, pa se ni ovdje se ne radi o pravom dioničarstvu. One su veoma slične SARs-u, ali za razliku od njih, mogu donositi dividende i podjele dionica. Isplaćuju se na unaprijed određeni datum, a oporezuju se primjenom stope poreza na dohodak.

Motivi za uvođenje dioničarstva zaposlenih

Jedan od glavnih motiva za uvođenje dioničarstva zaposlenih jest veća stimulacija zaposlenika za dugoročnu uspješnost poslovanja poduzeća. Vlasnici i investitori potiču menadžere i ostale zaposlenike da steknu udio u vlasništvu i uspjehu poduzeća da bi njihovo bogatstvo raslo i padalo zajedno s vrijednošću koju stvaraju. Zaposlenici ostvaruju zarade ne samo na osnovi radnih performansi, već i na osnovi vlasništva. Smanjuje se fluktuacija zaposlenika i povećava se vrijednost ljudskoga kapitala koje poduzeće akumulira (Rosen, Klein, 1983.). Motivi su: unapređenje partnerstva u poduzeću, unapređenje sigurnosti zaposlenika, stvaranje čvrstog tima radnika, stvaranje dodatnog poticaja za učinak, šira osnovica za financiranje poduzeća itd. (Galetić, Pavić, 1996.). Brojna istraživanja pokazuju da dioničarstvo zaposlenih izravno utječe na dugoročnu uspješnost poduzeća.

Motivi za uvođenje ESOP

U nizu istraživanja proučavane su financijske performanse poduzeća koja su imala dioničarstvo zaposlenih. Njihovi su rezultati različiti. Dio analiza pokazao je da je uvođenje ESOP pridonijelo unapređenju performansi poduzeća, a u drugima nije utvrđeno značajno unapređenje performansi. Davidson i Worell (Davidson i Worell, 1994.) proveli su istraživanje financijskih performansi poduzeća u razdoblju od godine dana prije uvođenja do godine dana nakon uvođenja ESOP i nisu pronašli značajno unapređenje performansi. Proučavajući profitabilnost, polugu i omjer likvidnosti, Livingston i Henry (Livingston, Henry, 1980.) nisu pronašli značajne razlike između poduzeća s ESOP-om i bez njega. Sa druge strane, brojna su istraživanja (Rosen i Klein, 1983., Rosen i Quarrey, 1987., Rosen, Hewitt Associates, 2003.) pokazala da su poduzeća s ESOP-om nadmašila ona bez ESOP-a, uspoređujući financijske i operativne mjere kao što su rast prodaje i zaposlenosti i

godišnja stopa povrata kapitala. Dalje su istraživanja (Klain, 1987., Buchko, 1993. Gamble, Culpepper, Blubaugh, 2002.) pokazala da su sudjelovanje sudionika ESOP u donošenju odluka i veća moć i autonomija njihovoga posla utjecali na povećanje njihova zadovoljstva na poslu. Prema tim su istraživanjima financijski poticaji koje pruža ESOP također bili pozitivno vezani uz zadovoljstvo sudionika s ESOP-om i uz njihovo zadovoljstvo na poslu.

Sa stajališta poduzeća, glavni je motiv uvođenja ESOP privlačenje kvalitetnih zaposlenika i povećanje njihovoga zanimanja za dugoročnu učinkovitost poduzeća, rast proizvodnosti i rast vrijednosti dionica koji iz toga proizlazi. Ostali su motivi ostvarenje poreznih olakšica, ulazak dioničkog društva na burzu, sprečavanje neprijateljskog preuzimanja, rješavanje krize i sl. Već je spomenuto da su novac koji poduzeće ulaže u ESOP, kao i otplata glavnice i kamata za zajam ESOP, u većini razvijenih država trošak koji ne ulazi u poreznu osnovicu, što za poduzeće stvara financijski poticaj. ESOP je prikladan i za poduzeća koja ne žele dati da njihove dionice kotiraju na otvorenom tržištu. Zakonski propisi otežavaju neprijateljsko preuzimanje poduzeća koja imaju ESOP. Osim toga, ESOP se može koristiti za otkup dionica od vlasnika koji odlaze iz poduzeća i za stvaranje odmah raspoloživog tržišta za dionice (nema perspektivnog vanjskog kupca). ESOP se može upotrijebiti da bi se plan podjele profita pretvorio u plan radničkog dioničarstva i da bi se iskoristila imovina za ojačavanje kapitala potrebnoga za poslovnu ekspanziju ili u druge svrhe.

S razine zaposlenika glavni su motivi povećanje radne motivacije, ostvarenje naknade i ostalih prava na osnovi vlasništva, dobivanje dionica prilikom odlaska u mirovinu, čuvanje radnih mjesta, bolja informiranost itd.

Vlasnici se često pitaju koliko moraju izdvajati u ESOP da bi doprinosi zaposlenicima bili dovoljno poticajni. Različita istraživanja u SAD pokazuju da se prosječna izdvajanja u ESOP kreću između 6% i 10% plaća zaposlenika (National Center for Employee Ownership, 2002).

Premda su porezne koristi koje se ostvaruju kroz ESOP planove atraktivne i primamljive, ESOP planovi imaju i neka ograničenja. Trošak stvaranja ESOP znatan je. U SAD to je 15000 USD do 20000 USD za najjednostavnije planove u malim kompanijama, pa na više. Dalje, svaki put kada se nove dionice izdaju, kapital postojećih vlasnika postaje razrijeđen. No takvo je razređenje potrebno usporediti s koristima koje proizlaze iz ESOP, a to su porezne i motivacijske koristi. Ulazak u ESOP zahtijeva da se velik dio poslovnih informacija podijeli sa zaposlenima koji su postali vlasnici (profit, menadžerske kompenzacije, povlastice itd.), što dio poduzeća nerado čini, jer te informacije mogu slučajno ili namjerno doći do konkurencije.

Potrebno je istaknuti da će ESOP poboljšati performansu poduzeća ako se kombinira s pružanjem mogućnosti zaposlenicima da sudjeluju u odlučivanju koje utječe na njihov rad.

Motivi za uvođenje ostalih sustava dioničarstva zaposlenih

Iako se ostali sustavi dioničarstva zaposlenih mogu dijeliti svim zaposlenicima, njima se u većoj mjeri koriste za motivaciju menadžera. I ovdje je glavni motiv stvaranje dugoročne motivacije za trajan rast vrijednosti dionica poduzeća. Teži se da korisnici usvoje vlasnički načina razmišljanja, da povećaju svoje zadovoljstvo i smanje fluktuaciju. Ostali sustavi dioničarstva dobar su izbor za poduzeća koja imaju svoje dionice na otvorenome tržištu ili namjeravaju izaći na otvoreno tržište. Posebno su primjenjivi u manjim poduzećima i u onima tek osnovanima zbog fleksibilnosti i relativno malih troškova uspostavljanja i administracije.

Osim dugoročne motivacija menadžera, motiv uvođenja opcija može biti njihovo korištenje kao zamjene za gotovinsku kompenzaciju menadžera ili za stvaranje internog načina financiranja (Core, Guay, 2001.). Konvencionalne dioničke opcije nisu najbolji poticaj da se poduzeće održi dugoročno konkurentnim. One mogu biti učinkovite kao poticajno sredstvo kod normalnog (prosječnog) rasta na tržištu dionica. U ostalim su slučajevima bolje rješenje opcije s premijskim cijenama ili vlasništvo menadžera nad dionicama.

Kod ograničenih se dionica dodjeljivanje dionica (ili isplata) odgađa na određeno vrijeme unutar kojeg zaposlenik mora potvrditi osnovu za nagradu. Dobivanjem ograničenih dionica, menadžeri se suočavaju s još manje rizika, nego dobivanjem dioničkih opcija, jer uvijek imaju dobitak ako cijena dionica ne padne na nulu. To je, naravno, u slučaju da se ograničene dionice ne vežu uz određene performanse (a mnoga poduzeća to ne rade), nego ih prodaju uz popust ili ih dodjeljuju po istom principu kao konvencionalne dioničke opcije (vezuje ih se uz apsolutne rezultate). Stoga je bolje rješenje vezati ograničene dionice uz postavljene performanse.

Što se tiče 401 (k) plana, u plan se uplaćuju novci koji su raspodijeljeni zaposlenicima, a to znači da se novci vraćaju u tvrtku. Dizajn i administracija plana relativno su fleksibilni i jednostavni.

Motiv za uvođenje SARs i fantomskih dionica u najvećoj mjeri imaju poduzeća koja ne žele mijenjati postojeću vlasničku strukturu, ali zaposlenima žele pružiti naknadu zasnovanu na uspješnosti poduzeća i na rastu vrijednosti dionica. Njima se koriste i za nagrađivanje zaposlenih koji rade u inozemstvu radi drugačije porezne i ostale regulative. Često se njime koriste i obiteljska poduzeća. Korištenjem SARs i fantomskih dionica tvrtka može dodijeliti financijske nagrade bez rizika ili složenosti koje podjela dionica nosi.

Dioničarstvo zaposlenih u Hrvatskoj

Prijelazom na tržišnu ekonomiju u Hrvatskoj se postepeno razvijaju instrumenti i postupci koji omogućuju konkurentno poslovanje poduzeća. Područje nagrađivanja tu je neopravdano zanemareno, pa se promjene u načinu motiviranja i stimuliranja zaposlenih odvijaju veoma polagano i s velikim zaostajanjem u odnosu na poduzeća u razvijenim zapadnim ekonomijama. To je vjerojatno jedan od razloga zbog kojih se dioničarstvo zaposlenih u Hrvatskoj prvobitno pojavilo kao metoda privatizacije, a ne kao jedan od veoma stimulativnih instrumenata nagrađivanja.

Prodaja dionica zaposlenima uz popust, u svijetu poznata kao oblik "employees buy out" (EBO), jedna je od osnovnih tehnika hrvatskoga modela privatizacije. Pritom su zaposleni i prije zaposleni u poduzeću imali pravo prvenstva kupnje dionica. Prema zakonskim propisima svaki je zaposlenik pri toj kupnji imao 20% početnoga popusta i po 1% popusta za svaku godinu radnog staža. Takav su popust zaposleni imali kada su kupovali dionice u protuvrijednosti do 20.000 DEM, a vrijedio je kod kupnje do 50% od procijenjene vrijednosti ukupnog društvenog kapitala poduzeća. Zakon je također predvidio i mogućnost višegodišnje otplate kupljenih dionica, ali je zabranio njihovu otplatu iz profita.

Drugi način koji je Zakon o pretvorbi poduzeća priznavao kao legitimnu tehniku preuzimanja poduzeća jest "management buy out" (MBO). Istraživanja pokazuju da 8,9% ispitanika priznaju tehniku MBO u svom poduzeću kao "izrazito" korištenu (Čengić, 1995., str.117). Smatra se, međutim, da je znatno veći broj menadžera iskoristio tu priliku da preuzme dio poduzeća, pri čemu valja napomenuti da su ovdje uz vlastita sredstva često bili korišteni menadžerski krediti, koji su poslije postali predmet javne kritike.

U međuvremenu je veliki broj zaposlenih prodao dionice stečene u procesu privatizacije, i to često ispod nominalne vrijednosti. Dio zaposlenih nije imao novaca za otplatu dionica, a dio nije imao razvijen vlasnički način razmišljanja i ponašanja, niti interes u dugoročnom držanju dionica. Mnogi su zaposlenici prestali otplaćivati kupljene dionice i prekinut je ugovor između Hrvatskoga fonda za privatizaciju i radnika dioničara. Tako zaposlenici u Hrvatskoj danas imaju manje od 10% vlasništva u poduzećima za koja rade.

Početni model privatizacije u Hrvatskoj nije poticao ESOP, iako smo već onda u nekim člancima i raspravama isticali njegove prednosti (Galetić, 1997., str. 558). Istina je da su za razvijanje modela dioničarstva zaposlenih potrebna razvijena tržišta kapitala koja su u većini tranzicijskih zemalja u početnim fazama razvitka. Veoma je važan aspekt i zakonska regulativa koja mora detaljno razraditi elemente njegova uvođenja i funkcioniranja, a koja u Hrvatskoj, kao i u ostalim tranzicijskim zemljama, nije uopće ili nije dovoljno razvijena. Prijedlog novog Zakona o privatizaciji u Hrvatskoj predviđa reguliranje institucije ESOP. Prema

novom prijedlogu zaposlenici mogu postati vlasnici dionica poduzeća za koje rade na dva načina: (1) da poduzeće kupi vlastite dionice za svoje zaposlenike, (2) da poduzeće osnuje podružnicu koja će kupiti dionice poduzeća majke i dodijeliti ih zaposlenicima. Osim toga, u Hrvatskoj nema poreznih olakšica za uvođenje ESOP. Da bi se potakli na uključivanje u taj sustav korisno bi bilo predvidjeti porezne olakšice. Programi ESOP mogu biti oblik 3. stupa mirovinskog osiguranja na rok od barem 10 godina, što je također potrebno zakonski regulirati. Bilo bi potrebno uvesti obvezu trgovanja preko burze ili uređenih tržišta, uključivanje predstavnika zaposlenika iz programa dioničarstva u sustave upravljanja i rukovođenja poduzećem, te formirati Hrvatsku udrugu zaposleničkog vlasništva dionica ESOP (Tadin, 2001.). U prijedlogu najnovijega Zakona o privatizaciji predviđeno je da udio dionica koje mogu steći zaposleni ne bude veći od četvrtine cijelog poduzeća (24,9%), i to u slučaju da sudjeluje najmanje 30% zaposlenih. Samo za usporedbu navodimo da u američkim tvrtkama radnici mogu dobiti stopostotni udio.

ESOP danas postoji u malobrojnim hrvatskim poduzećima, a i tamo gdje postoji zaposleni imaju relativno mali postotak udjela u dionicama. Zanimljivo je da motiv za uvođenje ESOP u tim poduzećima nije uvijek bilo samo poticanje i motiviranje zaposlenih na bolji i efikasniji rad, nego se pomoću ESOP često tražila i zaštita od preuzimanja. U prikazu 1. navodimo primjere uvođenja ESOP u nekoliko hrvatskih poduzeća: AD Plastik d.d. Solin, Dalekovod d.d. Zagreb, Tankersku plovidbu d.d. Zadar, Plivu d.d. Zagreb i Zagrebačku banku d.d. (Tipurić, Galetić, Skansi, 2002.).

Prikaz 1.

AD Plastik d.d. Solin poduzeće je koje je do ožujka godine 2000. bilo u zajedničkom vlasništvu Splitske banke, Privredne banke i drugih subjekata, a mali su dio držali mali dioničari. Glavni cilj uvođenja ESOP u AD Plastik bio je zaštita od preuzimanja stranog kupca. AD Plastik je osnovao podružnicu AD Plastik ESOP d.o.o. sa svrhom da od Fonda za privatizaciju kupi dionice poduzeća majke i proda ih zaposlenicima. Hrvatski fond za privatizaciju objavio je natječaj na koji su se javili poduzeće ABC Group iz Kanade i AD Plastik ESOP pri čemu se Fond odlučio za AD Plastik ESOP. Sredstva za ESOP program osigurana su zajmovima uz povoljne uvjete koje su dali Splitska banka i strateški partner - slovenska tvrtka Prevent. Dionice su ponuđene svim zaposlenicima neovisno o dužini staža u poduzeću, o plaći ili o drugim uvjetima. Na taj je način 60% zaposlenih postalo vlasnicima 63,01% dionica poduzeća. Dionice su prodane na rok otplate od 5 godina. U razdoblju otplate (dok se dionice u potpunosti nisu otplatile) zaposlenici su dobivali dividende, iako je privremeni vlasnik bio AD Plastik ESOP.

Motiv uvođenja ESOP u poduzeće Dalekovod d.d. Zagreb također je bila zaštita od preuzimanja. Dalekovod d.d. danas je u cijelosti privatiziran, a vlasnici su fizičke osobe (85% dionica pri čemu nitko nema pojedinačno više od 1%) i dvije pravne osobe (15% udjela, pri čemu nijedna nema više od 10%). Godine 1999. Uprava je pokrenula kupnju dionica iz trezora poduzeća s namjerom njihove prodaje zaposlenicima. Na taj je način kupljeno 28,79% dionica poduzeća da bi se uz jednake uvjete prodale zaposlenicima. Cijena dionica bila je 50% nominalne vrijednosti, a rok otplate 6 godina uz godišnju kamatnu stopu od 6%. U ESOP-u je sudjelovalo oko 53,3% zaposlenih. U novom programu ESOP 2001. zaposlenicima je ponuđeno 8,26% ukupnoga broja dionica, a u njemu je sudjelovalo 37% zaposlenih.

I u poduzeću Tankerska plovidba d.d. Zadar prvobitan je cilj uvođenja ESOP bila zaštita od preuzimanja. Godina 1996. poduzeće je krenulo u prodaju dionica zaposlenicima i građanima. Godine 1996. otkupljeno je 10% dionica, a kupnja je intenzivirana 1998. i 1999. Sve su dionice ušle u Zakladu (naziv za ESOP fond poduzeća), koje su korisnici bili svi zaposlenici Tankerske plovidbe. Poslije, težeći stvaranju strateškog partnerstva, Tankerska je plovidba prodala dio dionica austrijskom poduzeću VCP. Da bi se zadovoljio Zakon o preuzimanju (udio otkupa dionica prelazio je 25%), otkup je najprije bio ponuđen ostalim dioničarima po najvišoj cijeni postignutoj u posljednjih mjesec dana. U dogovoru s Upravom Tankerske plovidbe, VCP je dioničarima ponudio znatno veću cijenu i otkupio 62% dionica. Prema dogovoru između Tankerske plovidbe i VCP, dionice su se morale vratiti u naredne četiri godine. No budući da je Tankerska plovidba godine 2000. i 2001. postigla dobre poslovne rezultate, jednokratno je isplatila strateškoga partnera.

Farmaceutsko poduzeće Pliva d.d. bilo je privatizirano godine 1993., a danas njegove dionice kotiraju na Zagrebačkoj i na Londonskoj burzi. Vlasnici Plive d.d. strani su investitori - 58,4%, Mirovinski fond Republike Hrvatske - 25,6%, Europska banka za obnovu i razvoj - 7,2%, mali dioničari 3,6% i ESOP fond 1,4% (podaci prema Internim aktima Plive). Za razliku od prethodna dva slučaja, cilj je uvođenja ESOP u Plivu d.d. bila motivacija zaposlenika za dugoročan uspjeh poslovanja poduzeća. Godine 2000., Pliva je osnovala podružnicu Pliva ESOP d.o.o. preko koje je zaposlenicima ponuđeno na prodaju 1,7% dionica poduzeća uz razdoblje otplate od 5 godina. Dok se dionice potpuno ne otplate, zaposlenici-sudionici ESOP imaju pravo na dividendu, a njihov je privremeni vlasnik Pliva ESOP.

Zagrebačka banka d.d. prva je domaća banka koja je ušla u proces privatizacije. Godine 1989. postala je dioničko društvo, a godine 1995. uvrštena je na Zagrebačku burzu. Da bi omogućila zaposlenicima da sudjeluju u strukturi vlasništva i što više ih zainteresirala za uspjeh poslovanja banke, godine 1998.

uvela je ESOP. Zaposlenicima je ponudila na prodaju 1,8% svojih dionica po tržišnoj cijeni uz razdoblje otplate od 3 godine. ESOP program je implementiran, a prethodne godine menadžment počeo reotkup dionica po tržišnoj vrijednosti.

Za razliku od tih poduzeća koja su uvela ESOP transparentno i bez povrede postojećih zakonskih propisa, neki primjeri pokazuju i tamne strane ovoga oblika dioničarstva zaposlenih. U takvim slučajevima ESOP postaje veoma pogodno sredstvo u rukama najvišeg menadžmenta za preuzimanje poduzeća i služi im zapravo kao paravan za "Management Buy Out". Takav je slučaj i s PPK Valpovom (Gregorović, Dozan, 2003.), u kojem je zaposleno 850 radnika, a menadžeri i radnici udruženi u ESOP program zajednički su djelujući prešli prag od 25% vlasništva. Stopostotni je vlasnik ESOP poduzeće kćer Valpova, a svi su radnici udruženi u ESOP svoje pravo glasa prenijeli na direktora poduzeća ESOP, pa uprava Valpova kontrolira sve te glasove na skupštini. Na taj način menadžeri postižu, uz pomoć zaposlenika dioničara, punu kontrolu nad poduzećem, a bez obveze ponude otkupa ostatka dionica (koju inače imaju investitori nakon stjecanja 25% dionica). Valpovački ESOP danas okuplja više dionica od spomenutog vlasničkoga praga (oko 27%), a izgleda da više od polovine dionica u ESOP drži desetak menadžera.

Malobrojna empirijska istraživanja koja su u Hrvatskoj provedena na području dioničarstva zaposlenih pokazuju da dioničarstvo zaposlenih u funkciji stimulativnog nagrađivanja ipak postaje sve značajniji.

Iz istraživanja provedenoga godine 1996. u 86 hrvatskih poduzeća (Galetić, Pavić, 1998.) doznajemo da su zaposleni posjedovali dionice svoga poduzeća u 30% ispitanih slučajeva. To je bio rezultat procesa privatizacije poduzeća u kojem su zaposlenici imali pravo uz popust kupiti dionice svoga poduzeća do iznosa od 20 000 DEM. No, mogućnost da zaposlenici svake godine kupe određeni broj dionica svoje firme po cijeni nižoj od tržišne i ESOP nisu zabilježeni ni u jednom od ispitanih poduzeća. U dva poduzeća s velikim brojem zaposlenih istaknuto je, doduše, da razmišljaju o toj mogućnosti. Praksa podjele dionica menadžerima ili otkupa dionica po cijeni povoljnijoj od tržišne korištena je u 4% poduzeća, i to jednokratno. Poticanje menadžera dioničkim opcijama nije primjenjivano ni u jednom poduzeću, a u 70% poduzeća bio je nepoznat čak i mehanizam njihova djelovanja.

Istraživanje (Galetić, Tipurić, Juri, 2000.) provedeno godine 1998. u 139 poduzeća u Hrvatskoj pokazuje slično, ali ipak nešto bolje stanje na području dioničarstva zaposlenih. Prema tom se istraživanju ESOP i dalje ne primjenjuje nigdje, niti se daje mogućnost zaposlenima da kupe dionice svoje firme po povoljnijoj cijeni, ali je sudjelovanje zaposlenih u profitu primijenjeno jednom ili u nekoliko

navrata u 18,1% hrvatskih poduzeća, pri čemu postoji velika vjerojatnost da je dio toga profita isplaćen u dionicama, o čemu nažalost ne postoje precizni podaci. Za stimuliranje menadžera, 5,3% poduzeća koristilo se mehanizmom podjele dionica, a 6,6% poduzeća je svojim menadžerima ponudilo dioničke opcije. Kod toga je zanimljivo da se dioničke opcije znatno više primjenjuju u velikim poduzećima (u 9,1% slučajeva), nego u malim poduzećima (u 2,4% slučajeva), a njihova je primjena u industrijskim i neindustrijskim poduzećima podjednaka.

Istraživanje (Topić, 2002., str. 129) primjene stimulativnog nagrađivanja koje je godine 2001. provedeno u 30 velikih⁵ hrvatskih poduzeća pokazuje da se podjelom dionica zaposlenima, odnosno ESOP-om koristi u 6,67% poduzeća, a dioničke opcije kao poticaj menadžerima u 10% poduzeća. Budući da se vlasnička struktura u tim firmama pretežno odnosi na strano vlasništvo, očito je da sve intenzivnijoj primjeni dioničarstva zaposlenih u hrvatskim poduzećima u znatnoj mjeri pridonosi ulazak stranog kapitala u Hrvatsku i upotreba onih instrumenata dugoročnog motiviranja zaposlenih kojima se uobičajeno koriste u razvijenim tržišnim ekonomijama.

Zaključak

Iako je dioničarstvo zaposlenih sve prisutnije u hrvatskim poduzećima, postojećom situacijom ne možemo biti zadovoljni. Brojnim se mogućnostima pojedinih oblika dioničarstva uopće ne koristi, a mnogima te mogućnosti čak nisu ni poznate, pa je jedan od načina da se nezadovoljavajuće stanje promijeni poučiti poslodavce i menadžere o prednostima, mogućnostima i načinima njihove primjene.

ESOP je najbolje poznat i najviše raširen oblik dioničarstva zaposlenih u Hrvatskoj, čemu je u velikoj mjeri pridonio i prijedlog Zakon o privatizaciji (upravo je u procesu donošenja) koji predviđa privatizaciju kroz ESOP programe. Potrebno je naglasiti, međutim, da se u svijetu ESOP-om ponajprije koriste kao instrumentom stimulativnog nagrađivanja, a privatizacije poduzeća koje su se odvijale kroz ESOP plan susrećemo samo u pojedinim slučajevima, pa se ne može reći da su predstavljale univerzalan model privatizacije. Zbog toga se postavlja pitanje može li ESOP doista riješiti sve probleme privatizacije u Hrvatskoj, ili se od tog programa previše očekuje?

Da bi se različiti modeli dioničarstva zaposlenih, pa tako i ESOP, u nekoj zemlji razvili i uspješno primjenjivali, potrebno je da ih normativni sustav poznaje

⁵ Kao velika tvrtka uzeto je poduzeće koje zadovoljava tri uvjeta iz Zakona o računovodstvu, NN 90/92.

i regulira. Fiskalni bi sustav morao poticati njihov razvitak raznim poreznim olakšicama zanimljivima i za poslodavce i za radnike. Osim toga, u zemlji bi morala postojati razvijena tržište rada i tržište kapitala. Mnogi od tih preduvjeta za uspješno funkcioniranje dioničarstva zaposlenih u Hrvatskoj, nažalost, nisu djelomično ili u potpunosti ispunjeni, pa je i to jedan od osnovnih razloga sporog uvođenja i razvijanja tih programa. Kada govorimo o ESOP kao modelu privatizacije, onda valja istaknuti da on mora biti usklađen sa drugim zakonima koji reguliraju tu problematiku. ESOP ne smije biti na štetu ostalih dioničara, niti u davanju dijela novčanoga toka koji im pripada u svrhu otplate kredita drugih dioničara, niti u Zakonu o preuzimanju, gdje bi se ESOP-u omogućila iznimka od davanja ponude za preuzimanje. Privatizacija uz pomoć ESOP ne bi smjela ići na štetu društva i interesnih grupa unutar odnosno izvan poduzeća, ciljevi kojeg su razvitak i opstanak poduzeća. Zaposlenicima dioničarima treba dati mogućnost otkupa dionica ako one ne kotiraju na burzi, a da bi to bilo moguće, ovlaštenu i neovisnu procjenitelj morao bi obavljati godišnju procjenu vrijednosti poduzeća (dionica).

No ne smije se zaboraviti da osim ESOP postoje i drugi oblici radničkog dioničarstva, koji su mnogo jednostavniji za razumijevanje i primjenu, a koji se uglavnom sastoje u tome da se zaposlenima omogući godišnja kupnja određene količine dionica poduzeća u kojem rade, po cijeni koja je nešto niža od tržišne cijene. Upravo bi takav model zbog svoje jednostavnosti bio veoma praktičan za hrvatska poduzeća, ali se on zbog zaokupljenosti ESOP-om gotovo uopće ne primjenjuje.

Dioničkim se opcijama hrvatska poduzeća zasad ne koriste za poticanje svih zaposlenika, ali je uočljiva njihova sve veća primjena za stimuliranje menadžera (godine 1998. samo je 6,6% anketiranih poduzeća svojim menadžerima ponudilo dioničke opcije, godine 2001. to je bio slučaj u 10% poduzeća). Taj je trend svakako pozitivan i valja ga poticati. Uz upravljanje prema ciljevima (management by objectives) i godišnje bonuse, dioničke opcije pridonose izbjegavanju postojeće prakse u hrvatskim poduzećima, po kojoj se menadžere uglavnom nagrađuje za pozicije na kojima se nalaze, a loši rezultati poslovanja često ne utječu na visinu njihovih prihoda. Sličnu ulogu imaju i ograničene dionice, kojima se prema navedenim istraživanjima, u Hrvatskoj gotovo ne koriste. SARs i fantomske dionice također nisu u upotrebi u hrvatskim poduzećima, iako su veoma prikladne za motiviranje zaposlenika i menadžera u slučajevima kada se ne želi mijenjati struktura vlasništva.

Na kraju je potrebno istaknuti da dioničarstvo zaposlenih samo po sebi nije dovoljno da bi se promijenilo ponašanje u poduzeću i ostvario poslovni uspjeh. Ono je tek dio ukupne strategije koja mora obuhvatiti i sve ostale segmente uspješnog poslovanja poduzeća.

LITERATURA

1. Buchko, A. A. (1993). «The effects of employee ownership in employee attitudes: an integrated casual model and path analysis», *Journal of Management Studies*, (30), 4: 633-657.
2. Core, J. E., Guay, W. R. (2001). «Stock option plans for non-executive employees», *Journal of Financial Economics*, (61) 2: 253-287.
3. Čengić, D. (1995). *Manageri i privatizacija*, Zagreb: Alineja.
4. Davidson, W. N., Worrell, D. L. (1994). «ESOP's fables: the influence of employee stock ownership plan on corporate stock prices and subsequent operating performance», *Human Resource Planning*, (17), 4: 69-85.
5. Galetić, L. (1997). «Organization-Wide Incentive Plans in Function of Increase Enterprise Efficiency», U: *Proceedings of Second International Conference on Enterprise in Transition*, Split-Brela, str. 553-559.
6. Galetić, L., Pavić, I. (1996). *Upravljanje plaćama*, Zagreb: RRiF.
7. Galetić L., Pavić, I., (1998). «Die Rolle des Kompensationsmanagements – Mittel fuer die Krisenbewaeltigung», *Naše gospodarstvo*, (44), 4: 46-63.
8. Galetić L., Tipurić, D, Juri, B. (2000). «Actual role and problems of compensation management in Croatian enterprises», *Journal for East European Management Studies*, 1.
9. Gamble, J. E., Culpepper, R., Blubaugh, M. G. (2002). «ESOPs and employee attitudes - The importance of empowerment and financial value», *Personnel Review*, (31), 1: 9-26.
10. Goić, S. (1993). «Stock-options i njihovo mjesto i značenje u sustavu plaćanja i motiviranja menadžera», *RRiF*, (3), 5: 797-804.
11. Gregorović, D., Dozan, J. (2003). «Menadžersko manipuliranje ESOP-om», *Poslovni tjednik*, 15. 07., str. 40.
12. Hewitt Associates (2003). «Employee Share Ownership Improves Business Results, Finds Study», *Inside Human Resources*, 2: 15-16.
13. Klain, K. J. (1987). «Employee stock ownership and employee attitudes: a test of three models», *Journal of Applied Psychology*, (72), 2: 319-332.
14. Livingston, D. T., Henry, J. B. (1980). «The effect of employee stock ownership plan on corporate profits», *Journal of Risk and Insurance*, (47), 3: 491-505.
15. Nanut, V. (1989). «L'imprenditorializzazione del management», *Sviluppo e Organizzazione*, 112: 19-29.
16. National Center for Employee Ownership, NCEO, Oakland, CA, 2002. www.nceo.org/library/optionfact.html

17. Rosen, C. i Quarrey, M. (1987). «How Well Is Employee Ownership Working», *Harvard Business Review*, (65), 5: 126-132.
18. Rosen, C., Klein, K. J. (1983). «Job-creating performance of employee-owned firms», *Monthly Labor Review*, (106), 8: 15-19.
19. Rosen, C. (1989). «Ownership, motivation, and corporate performance: putting ESOPs to work» U: Kalish, G. (ur.) *ESOPs: The Handbook of Employee Stock Ownership Plans*, Probus Publishing Company, Chicago, IL.
20. Tadin, H. (2001). «Ekonomska politika za poticanje razvoja poduzeća i zapošljavanja primjenom programa zaposleničkog vlasništva dionica – programi ESOP-a», *Ekonomija*, (8), 2: 651-655.
21. Tadin, H. (2000). «Dioničarstvo i radničko dioničarstvo: programi ESOP-a kao model za hrvatska poduzeća», *Poduzetništvo*, 15: 1-6.
22. Tipurić, D., Galetić, L., Skansi, D. (2002). «ESOP in Croatia – Experiences and Perspectives», U: *Annals of DAAAM for 2002 & Proceedings of the 13th International DAAAM Symposium, Austria*, str. 567-568.
23. Topić, M. (2002). «Stimulativno nagrađivanje u velikim tvrtkama», magistarski rad.

EMPLOYEE SHARE OWNERSHIP IN CROATIA - THE SITUATION, THE POSSIBILITIES AND THE PERSPECTIVE

Summary

Among other things, the key for the success of a competitive, modern company lies in motivating the employees to work better and more efficiently. An important role is played by alternative rewarding systems, especially employee share ownership. It encompasses a whole range of programs which include retirement-oriented plans like ESOP (Employee Share Ownership Plan) and 401 (k) plans, conventional stock options, stock options with premium prices and restricted stocks. Although they are not counted as share ownership in the real sense of the term, models like stock appreciation rights (SARs) and phantom stock are used by many companies in order to take advantage of the opportunities offered by share ownership. This paper explains the employee share ownership systems, presents the main motives for their implementation and analyzes the situation, the possibilities and the perspective of their application in Croatia.

Key words: employee share ownership (ESOP), stock options, restricted stocks, (SARs) stock appreciation rights, phantom stocks, 401 (k) plans, privatization