

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

VPLIV SPOŠTOVANJA KODEKSA UPRAVLJANJA JAVNIH DELNIŠKIH
DRUŽB NA NJIHOVO POSLOVNO USPEŠNOST

Ljubljana, september 2016

ALEŠ RANCINGER

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Aleš Rancinger, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vpliv spoštovanja Kodeksa upravljanja javnih delniških družb na njihovo poslovno uspešnost, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko dr. Sergejo Slapničar

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbe, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE	3
1.1 Razvoj korporativnega upravljanja.....	4
1.2 Pregled teorij korporativnega upravljanja	8
1.2.1 Teorija zastopništva.....	9
1.2.2 Teorija agentov.....	10
1.3 Enotirni in dvotirni sistem upravljanja	11
1.4 Upravljanje javnih delniških družb v Sloveniji	12
2 KODEKSI KORPORATIVNEGA UPRAVLJANJA.....	16
2.1 Načelo "spoštuj ali pojasni"	18
2.2 Slovenski Kodeks upravljanja javnih delniških družb	21
2.3 Pregled študij o spoštovanju kodeksov korporativnega upravljanja	24
2.4 Sarbanes-Oxleyev zakon	27
3 EMPIRIČNA ANALIZA VPLIVA SPOŠTOVANJA KODEKSA UPRAVLJANJA JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB NA NJIHOVO USPEŠNOST	27
3.1 Utemeljitev hipotez.....	28
3.2 Vzorec in podatki.....	33
3.3 Merjenje spremenljivk in metoda	35
3.4 Opisna statistika.....	41
3.5 Rezultati preverjanja hipotez	44
3.6 Omejitve raziskave	49
RAZPRAVA	52
LITERATURA IN VIRI.....	54

UVOD

Vsakič, ko principal najame agenta, da bi za njega upravljal določeno nalogo, nastane agencijsko razmerje. V takšnem razmerju se pogostokrat zgodi, da cilji principala in agenta niso enaki. Ta konflikt interesov v ekonomiji poznamo pod imenom "problem agenta".

Z razvojem industrijske revolucije in pravnega okvira, ki je omogočal omejeno odgovornost družbenikov, je prišlo do takrat nepredstavljivega dviga produktivnosti in s tem gospodarske rasti, ki je zahtevala ogromne vire financiranja. Vse to je vodilo do tega, da podjetniki sami niso več zmogli financirati rasti podjetja.

Posledice takšnega razvoja dogodkov sta prva opazila Berle & Means (1932), namreč da se je število delničarjev vseh ameriških korporacij v obdobju 1900 – 1928 povečalo za štirikrat, medtem ko se je kapital povečal "zgolj" za polovico.

Bolj kot se je lastništvo skozi čas razpršilo in s tem bolj kot so lastniki podjetja postali oddaljeni, večji oziroma resnejši je postajal problem agenta. Namreč, ko je menedžer 100-odstotni lastnik družbe, bodo dobički podjetja enaki njegovim. s tem ko zmanjšuje delež lastništva in manjša kot je njegov udeležba v kapitalu, t. j. v dobičku, vedno večjo motivacijo bo imel, da bo zasledoval lastne interese, ki niso enaki tistim, ki jih imajo delničarji. Nasprotja interesov se dogajajo na več relacijah, namreč delničarji-menedžer, delničarji-kreditodajalci, podjetje-okolje, v katerem deluje. Glede na vedno večjo ekonomsko moč korporacij in s tem njihov vedno večji vpliv na okolje, v katerem deluje, je zelo pomembno, da: "Družba v razmerjih z deležniki odgovorno izvršuje svoje pravice ter izpolnjuje prevzete obveznosti na način, ki je skladen s cilji družbe in ki ji omogoča dolgoročne koristi" (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2009, 3. načelo). Vidik upoštevanja deležnikov oziroma celotnega okolja, v katerem podjetje deluje, je bolj evropski okvir delovanja korporacij, medtem ko je ameriški vidik bolj zakoreninjen v poudarjanju zadovoljevanja interesov delničarjev oziroma maksimiranju vrednosti delnice.

Resnost agencijskega problema v družbi oziroma korporaciji je odvisna od mnogih dejavnikov, kot so industrija, v kateri deluje, velikost družbe, sestava sredstev, lastniška in nadzorna struktura in drugo. Problem agenta je dejansko problem asimetrije informacij med principalom in agentom. Tako bo na primer v večji družbi praviloma asimetrija informacij večja, kakor tudi v primeru, ko ima podjetje veliko neopredmetenih sredstev, ki so težje nadzorljiva, če omenimo le nekatera. Za družbo z dobrim korporativnim upravljanjem velja, da je uspešno prepoznala problem agenta in omejila njegove negativne učinke.

Definicija in pomen korporativnega upravljanja se močno razlikujeta v odvisnosti od vrednot, inštitucij, kulture in ciljev, ki jih družba zasleduje. Na široko bi lahko definirala

korporativno upravljanje, kot študijo o tem, kako sta razdeljena moč in vpliv na sprejemanje odločitev v korporaciji. Dobro korporativno upravljanje pripomore k stabilnosti ter pravičnosti v gospodarstvu in družbi, saj se osredotoča na vzpostavljanje ravnovesja med ekonomskimi in socialnimi ter med individualnimi in skupnimi cilji.

Magistrsko delo je v grobem razdeljeno na dva dela, teoretični ter empirični del. Teoretični del pričnem s pregledom dogodkov, ki so vodili do pojava problema agenta, ki je temelj, na katerem sloni korporativno upravljanje. V nadaljevanju teoretičnega dela predstavim družbene in gospodarske spremembe, ki so vplivale na razpršitev lastništva in s tem na zaostritev problema agenta, katerega vrhunec je bil dosežen v 80-ih letih prejšnjega stoletja, kar se je odrazilo v množičnih propadih velikih podjetij v Veliki Britaniji. Cadburyev kodeks iz leta 1992, ki je prvi kodeks korporativnega upravljanja, je bil odgovor na te korporativne propade. Kot ugotavlja Tricker et al. (2012), je pred tem regulacija podjetij po svetu temeljila na mešanici zakonov o gospodarskih družbah, računovodskih standardih in posameznih pravilih borz za javne delniške družbe.

Od prvega kodeksa korporativnega upravljanja pa vse do danes je korporativno upravljanje močno pridobivalo na pomenu, saj je kodekse korporativnega upravljanja izdalo že več kot 80 držav po svetu, z mnogimi recenzijami. Glede na ta kriterij je vodilna Velika Britanija, ki je v obdobju od 1992 do 2010 izdala 18 kodeksov korporativnega upravljanja. Z izjemo ZDA vsi kodeksi korporativnega upravljanja po svetu delujejo po sistemu "spoštuj ali pojasni".

Namen različnih kodeksov korporativnega upravljanja po omenjenem sistemu je določiti okvir dobrega korporativnega upravljanja skozi dobre prakse upravljanja, zajete v načelih kodeksov. Dobro korporativno upravljanje vodi do boljših poslovnih rezultatov družbe in drugih pozitivnih učinkov na družbo in okolje, v katerem deluje, kot kaže marsikatera raziskava. Podjetja imajo izbiro, da načelo kodeksa spoštujejo ali pa pojasnijo razloge, zakaj od načela odstopajo, saj vse dobre prakse upravljanja niso vedno najboljša izbira za vsa podjetja. Na sistemu "spoštuj ali pojasni" sloni tudi slovenski kodeks korporativnega upravljanja, ki nosi ime Kodeks upravljanja javnih delniških družb (KUJDD). Leta 2004 so KUJDD sprejeli Ljubljanska borza, Združenje nadzornikov Slovenije in Združenje Manager in je bil doslej trikrat spremenjen ter dopolnjen, leta 2005, 2007 in nazadnje 2009.

V empiričnem delu skušam preveriti trditve različnih avtorjev, da je kvalitetno korporativno upravljanje pozitivno povezano s poslovno uspešnostjo podjetja. Prav tako skozi ostali dve hipotezi preverjam pozitivno povezavo med velikostjo podjetja in kvalitetnim korporativnim upravljanjem ter negativno povezavo med višino državnega lastništva in kvaliteto korporativnega upravljanja.

Skupni imenovalec vseh treh hipotez je kakovost korporativnega upravljanja družbe. Ta kazalec razvijem na podlagi tro- in petstopenjske lestvice kvalitete razkritij nefinančnih javnih delniških družb v Sloveniji, ki izdajajo poročila o upravljanju, po sistemu "spoštuj ali pojasni" glede na KUJDD. Gre za 22 družb, ki jih opazujem v obdobju 2011 – 2013. Vhodne podatke za ta kazalec, tj. ocene kvalitete razkritij družb glede posameznega določila Kodeksa, sem pridobil s strani Združenja nadzornikov Slovenije. Hipoteze dokazujem s pomočjo "pooled" regresije ter korelacijskih koeficientov med kazalci, ki sestavljajo posamezno hipotezo.

Cilj magistrskega dela je skozi lastno preverjanje hipotez, raziskave s strani Združenja nadzornikov Slovenije in analize gospodarskega okolja Republike Slovenije podati oceno o kvaliteti korporativnega upravljanja pri nas.

1 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE

Besedna zveza korporativno upravljanje sestoji iz dveh delov, in sicer besede korporacija in upravljanje. Za boljše razumevanje, kaj je korporativno upravljanje, moramo najprej vedeti, kaj je korporacija.

Definicija pojma korporacija nima enotne interpretacije, kar niti ne preseneča glede na zapletenost odnosov med deležniki, ki jo sestavljajo, njeno evolucijo tako v ekonomski moči, ki jo imajo, kakor zakonskih okvirih, ki jo zadevajo.

Kovač (1994, str. 112) jo interpretira kot sodobno podjetje, ki temelji na delniški lastnini, veliki koncentraciji in centralizaciji kapitala, razvejani proizvodni strukturi, hitremu tehnološkemu napredku, dolgoročnem tržnem ravnanju in vodilni vlogi upravljalne strukture. Spet drugi avtorji se definicije lotijo iz čisto drugega aspekta in jo opredelijo kot organizacijo, ki je vključena v mobilizacijo resursov za produktivne namene, da bi ustvarila premoženje in druge koristi za svoje deležnike (Post, et al., 2002, str. 17.) Pri drugi definiciji zasledimo moderno komponento, saj omenja, da je namen korporacije ustvarjanje premoženja in koristi za deležnike in ne samo za delničarje, ki so le eden izmed deležnikov. Ravno ta vidik, komu naj bi korporacija služila, je predmet polemike med akademiki in gospodarstveniki, pri čemer je zadovoljevanje interesov delničarjev ameriški vidik, deležnikov pa bolj evropski.

Najboljši občutek, kaj je korporacija, dobimo, če se namesto definicij raje osredotočimo na njene glavne značilnosti, ki so (Tricker, et al., 2012):

- Omejena odgovornost – izgube, ki jih nosi investitor, so omejene na kapital, investiran v podjetje, in se ne razširijo na osebno premoženje.

- Prenosljivost deležev – deleži se lahko prenašajo brez potrebe po ponovni reorganizaciji podjetja.
- Pravna osebnost¹ – korporacija je fiktivna oseba, pravni subjekt, ki lahko toži ali je tožen, vstopa v pogodbeno razmerja in lahko poseduje lastnino.
- Neomejen čas trajanja – delovanje korporacije se nadaljuje po prekinitvi udeležbe ustanoviteljev.

Glede na to, da že pojem korporacije nima enotne definicije, je logična posledica, da je tudi pojem korporativnega upravljanja nima.

Ena izmed bolj citiranih definicij pravi, da korporativno upravljanje sestavlja nabor odnosov med menedžmentom družbe, njegovim nadzornim svetom, delničarji in drugimi interesnimi skupinami. Korporativno upravljanje določa tudi organiziranost, ki podpira cilje družbe ter orodja za doseganje teh ciljev in spremljanje rezultatov. Dobro korporativno upravljanje mora dajati nadzornemu svetu in menedžmentu prave spodbude za doseganje ciljev, ki so v interesu družbe in njenih delničarjev ter zagotavljati učinkovit nadzor (OECD, 2004, str.11).

Korporativno upravljanje nenehno dosega veliko mero pozornosti. Iz mnogih korporativnih propadov, ki so se zgodili v začetku tega desetletja, smo se lahko naučili marsikaterih lekcij. Od takrat so se članice Združenih narodov lotile različnih dejanj krepitve zakonskih okvirov z namenom povrnitve zaupanja investitorjev, izboljšanja transparentnosti in odgovornosti. (UNCTAD, 2006, str.1).

1.1 Razvoj korporativnega upravljanja

Korporativno upravljanje je staro kot je stara trgovina, samo izraz "korporativno upravljanje" je relativno nov. Od trgovskih podvigov do podjetij, ustanovljenih s strani nekdanjih imperijev, preko izumitve družbe z omejeno odgovornostjo v 19. stoletju je korporativno upravljanje vse do današnjih dni pridobivalo na pogostosti pojavov problemov, ki izhajajo iz korporativnega upravljanja in njihovi zapletenosti. Kadarkoli namreč lastnik ali član organizacije (principal) prenese dolžnost upravljanja podjetja na nekoga drugega (agenta), se pojavijo težave, povezane s korporativnim upravljanjem. Skupni imenovalec teh tegob principala pa je, kako uveljavljati svojo moč in nadzor nad agenti.

Prvi problemi, povezani s korporativnim upravljanjem, segajo v 17. in 18. stoletje, ko so evropske velesile tekmoval med seboj za prevlado na gospodarskem in vojaškem področju. Začetni uspehi takšnih podvigov in pomanjkanje dobrega korporativnega

¹ Od tod tudi etimološki izvor besede "corporation", saj corpus v latinščini pomeni telo, torej podeljevanje lastnosti oseb pravnim konceptom.

upravljanja so vodili do nerealnih pričakovanj, propadov podjetij in prevar. Marsikatera vzporednica se lahko povleče iz kolonialnega obdobja do današnjih dni. Podjetja so postala nadvse mogočna in upravljala celo z zasebno vojsko, obstajala je velika asimetrija informacij in kot je kasneje zapisal Adam Smith:

"/.../ menedžerji takšnih podjetij (delniških družb) upravljajo z denarjem drugih in ne s svojim, zato je težko pričakovati, da bi za tega skrbeli s takšno skrbnostjo kot partnerja v zasebnem poslu. Kot oskrbniki premoženja bogatih imajo možnost posvečanja pozornosti nepomembnim stvarim, ki niso v čast njihovemu gospodarju in mnogokrat to možnost tudi izkoristijo" (Smith, 1776, str. 43).

Na vrhu industrijske revolucije so podjetja potrebovala kapital za širitev hitreje, kot je to bilo možno z reinvestiranjem dobičkov in bogat britanski srednji razred je imel denar za investiranje. Vendar je obstajala velika dilema, saj če je podjetje bankrotiralo, so upniki lahko tožili dolžnika, dokler ni tudi on bankrotiral. V tistih časih je bilo neplačilo dolga kriminalno dejanje, zaradi katerega so dolžniki pristali v zaporu in njegova družina v dolgovi, ki so se prenesli nanjo. Takšno stanje je odvrčalo ljudi, ki so imeli denar, da bi vlagali v podjetja, ki so jih upravljali drugi. V drugi polovici 19. st. se je v Evropi pojavila zakonska možnost vključitve v družbo z omejeno odgovornostjo, kar je postavilo temelje za začetek procesa razpršitve lastništva in pojava s tem povezanih agencijskih stroškov.

Ločitev lastništva in upravljanja

Delo, ki sta ga leta 1932 objavila Berle & Means: *Modern Corporation and Private Property*, velja za začetek preučevanja korporativnega upravljanja in institucionalne ekonomike oziroma za moderno literaturo na tem področju. V delu opazujeta obdobje od 1890 do konca 20-ih let prejšnjega stoletja, ki je doseglo vrhunec z zlomom borze 1929 in posledično začetkom velike gospodarske depresije.

Tabela 1: Ocenjeno število delničarjev ameriških korporacij.

Leto	Celotni delniški kapital vseh korporacij v ZDA	Ocenjeno število delničarjev v ZDA	Povprečno število \$ 100 nominalnih delnic na delničarja
1900	61.831.955.370	4.400.000	140,1
1910	64.053.763.141	7.400.000	86,3
1913	65.038.309.611	7.500.000	87,0
1917	66.584.420.424	8.600.000	77,3
1920	69.205.967.666	12.000.000	57,3
1923	71.479.464.925	14.400.000	49,7
1928	091.881.243.985	18.000.000	51,0

Vri: Prirejeno po A. Berle & G. Means, *The modern corporation*, 1932, str. 56.

Avtorja začneta z opazovanjem čedalje močnejše koncentracije kapitala ameriških podjetij in kot rezultat z nastankom manjšega števila podjetij z ogromno močjo. S tem ko so hitro rasla in potrebovala izdatne nove vire financiranja, je bilo prvotnim lastnikom vse težje obdržati večinski delež in delnice so postale razpršene med mnoge lastnike. Razpršitev lastništva je dosegala višje stopnje pri večjih podjetjih. Pri vseh korporacijah je stopnja razpršitve lastništva v obdobju 1900 – 1928 dosegala približno štirikratnik, medtem ko je število lastnikov 31 največjih korporacij v opazovanem obdobju naraslo za več kot šestkrat.

Posledica razpršenega lastništva, kot ugotavljata avtorja, pa je prevzem moči s strani menedžmenta, katerega interesi niso vedno enaki interesom lastnikov. Ti si želijo predvsem dividend, medtem ko upravljalci želijo reinvestirati presežek ali povečati svoje koristi v obliki višjih plač ali večjih bonitet.

Berle & Meansa pa pri ločitvi lastništva in upravljanja ni skrbelo samo pomanjkanje odgovornosti do investorjev, temveč tudi do javnosti na splošno. Ugotovila sta, da ima ta majhna peščica ljudi sposobnost ustvarjanja bogastva in njegove razdelitve neozirajoč se na ljudi, ki so jih izvolili (delničarji), kakor tudi sposobnost ustvarjanja ali uničevanja celotnih skupnosti.

Po znamenitem delu Berle & Meansa je na področju korporativnega upravljanja, razen manjših premikov do 70-ih, vladalo zatišje. Tricker et al. (2012) vidijo kot glavne premike, povezane s korporativnim upravljanjem v 70-ih, pojav obveznih revizijskih komisij v ZDA, pozive k harmonizaciji zakonov o gospodarskih družbah med državami članicami evropske gospodarske skupnosti in zahteve po širši odgovornosti podjetja, kar je kasneje postalo znano pod pojmom družbena odgovornost podjetja.

Tako kot je praviloma značilno za razvoj na področju korporativnega upravljanja, je tudi pojav revizijskih komisij mogoče povezati s škandalom (Cheffins, 2012, str.1); v tem primeru je šlo za razširjeno prakso podkupovanja tujih uradnikov s strani ameriških korporacij. Ugotovljeno je namreč bilo, da je 400 ameriških javnih delniških družb porabilo okoli 300 milijonov dolarjev korporativnih sredstev za podkupnine oziroma sumljiva plačila tujim uradnikom, politikom in političnim strankam². S. E. C.³ se je odzval tako, da je družbam priporočil imenovanja dodatnih neodvisnih zunanjih direktorjev (nadzornikov) in ustanovitev revizijskih komisij⁴. Priporočilo o obveznih revizijskih komisijah je S. E. C. leta 1976 naslovil na New Yorško borzo in leto pozneje je postala obvezna za vse družbe, ki so vpisane na tej borzi (NYSE, 2014).

² House of representatives. Unlawful Corporate Payments Act of 1977.

³ Komisija, ki je avtoriteta na področju vrednostnih papirjev v ZDA. V obstoju od 1934.

⁴ Accounting Series Release No. 123 (1972)

Skozi 70. je Evropska komisija izdala več predlogov direktiv o poenotenju zakonov o gospodarskih družbah med članicami evropske gospodarske skupnosti. Z vidika korporativnega upravljanja je zanimiva predvsem peta direktiva, ki je predlagala prehod vseh družb evropske gospodarske skupnosti na dvotirni sistem in sestavo nadzornega sveta iz enakega števila predstavnikov delavcev in delničarjev. Zaradi različnih pravnih sistemov in kulturnih ozadij posameznih držav članic predlog pete direktive ni bil nikoli sprejet (Kolvenbach, 1989, str. 217-220). Iz enakega razloga tudi danes ni možen enoten kodeks korporativnega upravljanja v EU in zato je bil fleksibilen sistem "spoštuj ali pojasni" edina možna izbira.

V 80-ih je v mnogih predelih sveta vladalo obdobje visoke ekonomske rasti. Multinacionalna podjetja so dramatično rasla, institucionalni investitorji so postali pomembni in v nekaterih državah je prišlo do privatizacije državnih podjetij. Komerčialen uspeh podjetij je zasenčil skrbi glede njihovega vodenja in odgovornosti. Vendar zlorabe na korporativnem nivoju so se nadaljevale. Korporativno upravljanje po svetu je do obdobja korporativnih propadov v 80-ih temeljilo na mešanici zakonov o gospodarskih družbah, računovodskih standardov in pravil borz za javne delniške družbe (Tricker, et al., 2012, str. 45).

Razvoj na področju korporativnega upravljanja se je skozi čas odvijal bolj glede na razvoj okoliščin v gospodarskem in političnem okolju in ne skozi dognanja akademikov. Hiter razvoj v 90-ih letih prejšnjega stoletja in škandali podjetij so vlade držav in kapitalske trge prisilili v to, da z zakonodajo disciplinirajo podjetja in postavijo okvire odgovornega in učinkovitega upravljanja. Ni naključje, da je korporativno upravljanje ravno v 90-ih stopilo na svetovni oder in dobilo mednarodno pozornost kot še nikoli prej. Razlogi za to po Becht et al. (2002) namreč tičijo v:

- svetovnem privatizacijskem valu,
- rasti privatnega varčevanja,
- prevzemnem valu 80-ih,
- deregulaciji in integraciji kapitalskih trgov in
- gospodarskih krizah.

Razvoj korporativnega upravljanja od 90-ih let naprej, če odmislimo Sarbanes-Oxleyev zakon v ZDA iz leta 2002, je potekal predvsem skozi različne kodekse korporativnega upravljanja, ki temeljijo na načelu "spoštuj ali pojasni".

Prvi kodeks korporativnega upravljanja po načelu spoštuj ali pojasni je Cadbury Report iz leta 1992. Kakor ponavadi, je tudi nastanek prvega kodeksa bil posledica korporativnih propadov in sicer v Združenemu Kraljestvu konec 80-ih let prejšnjega stoletja. Ta način urejanja področja korporativnega upravljanja je postal stalnica in Združeno Kraljestvo je tako med letoma 1992 in 2014 izdalo že kar 37 (ECGI) različnih kodeksov korporativnega

upravljanja, kar jih v svetovnem merilu uvršča na prvo mesto po številu izdanih kodeksov. Veliko število kodeksov je posledica kompleksnosti področja in učenja na napakah s čimer se z vsakim novim kodeksom zahteve po kvalitetnem upravljanju družb dvigujejo.

Pomembnost kvalitetnega korporativnega upravljanja je prepoznala tudi organizacija OECD, ki je leta 1998 izdala v letu 1999 sprejeta načela korporativnega upravljanja, katerih namen je bil vzpostaviti podlago za sprejetje kodeksov korporativnega upravljanja tako med državami članicami OECD, kakor tudi nečlanicami. Organizacija OECD se je za izdajo načel odločila, saj imajo podjetja glavno vlogo v gospodarstvih in ljudje v čedalje večji meri zaupajo upravljanje svojih prihrankov in zagotovitev pokojnin privatnim inštitucijam. Dobro korporativno upravljanje je zato pomembno za vedno večje število ljudi (OECD, 2004).

Do danes je že kar 109 držav in mednarodnih organizacij izdalo vsaj en kodeks korporativnega upravljanja po načelu "spoštuj ali pojasni" (ECGI, 2016). Prednost razvoja področja korporativnega upravljanja skozi različne kodekse po načelu je, da se je dobra praksa upravljanja podjetij skoncentrirala na enem mestu. Tako podjetja lažje prepoznajo probleme in nevarnosti pri upravljanju in imajo bolj jasno sliko, kako se jim izogniti. Vsaka država se nahaja v sebi lastnih okoliščinah, ki vplivajo na to iz kod izhajajo glavni izzivi kvalitetnega upravljanja. Več o tem kako Slovenski Kodeks upravljanja javnih delniških družb ureja korporativno upravljanje pri nas pa v poglavju 2.2.

1.2 Pregled teorij korporativnega upravljanja

Pri korporativnem upravljanju ne obstaja ena sama teorija, ki bi zajemala in primerno razložila celotno področje korporativnega upravljanja. Zato niti ne moremo govoriti o "teoriji korporativnega upravljanja", temveč gre za dve osrednji teoriji, ki poizkušata razložiti odnose, ki se pojavljajo tako v notranjem kakor tudi v zunanjem okolju podjetja. Obe teoriji sta v današnjih časih zelo aktualni in skozi svoje predpostavke vplivata na to, kako so družbe upravljane. Razložita, zakaj imamo v današnjih časih dva sistema upravljanja, namreč enotirni in dvotirni. Pri tem je teorija zastopništva bolj kot ne vezana na enotirni sistem in teorija agentov na dvotirni sistem, saj kot ugotavljajo Bezemer et al. (2010, str.6) v dvotirnem sistemu nadzornik ne more zasedati izvršne funkcije⁵.

Ravno ta dualnost na vodstvenih pozicijah je glavni predmet spora teh dveh teorij, pri čemer teorija zastopništva trdi, da združena nadzorna in izvršna funkcija dvigneta učinkovitost oziroma poslovno uspešnost družbe, teorija agentov pa ravno nasprotno.

⁵ Situacijo, kjer sta izvršna in nadzorna funkcija združeni v eni osebi imenujemo dualnost funkcije.

1.2.1 Teorija zastopništva

Kot je bilo predstavljeno v prejšnjih poglavjih magistrskega dela, je skozi zgodovino možno opaziti trend razpršitve lastništva v gospodarskih družbah, pri čemer je v večjih družbah ta stopnja višja. To ima za posledico, da lastniki ne upravljajo več direktno s svojim premoženjem, temveč postajo celo čedalje bolj oddaljeni, tako geografsko kakor tudi čustveno in imajo čedalje manjšo moč.

Teorija zastopništva, ki zagovarja enotirni sistem, dejansko trdi, da razpršitev lastništva in oddaljenost lastnikov ne predstavlja problema, saj so menedžerji v osnovi vredni zaupanja, zato zmanjšana možnost nadzora lastnikov, ki izhaja iz teh razvojev dogodkov, ne predstavlja problema. Menedžer v teoriji zastopništva ni agent principala, temveč je zastopnik njegovega premoženja. Ob predpostavki odsotnosti motivacijskega problema s strani menedžerjev se postavlja vprašanja, do katere mere lahko uresničijo dobre korporativne rezultate, h katerim težijo. Donaldson & Davis (1991, str. 51–52) menita, da so rezultati odvisni od tega, ali strukturna situacija v podjetju omogoča menedžerjevo učinkovito delo ali ne. Ugodna strukturna situacija pa nastane, ko sta izvršna in nadzorna funkcija združeni. Moč in avtoriteta sta združeni v eni osebi, tako ni nobenega dvoma, kdo ima avtoriteto oziroma odgovornost pri posamičnih zadevah. Kot navajata Pastoriza & Arino (2009) ima principal v razmerju principal-zastopnik ekonomske koristi, ki izhajajo iz nižjih transakcijskih stroškov denarnega nagrajevanja in nadzora menedžerjev.

Večina del različnih avtorjev, ki zagovarjajo teorijo zastopništva oziroma enotirni sistem, izhaja iz 90-ih let prejšnjega stoletja. To je bilo namreč obdobje (Pargendler, 2014, str. 4), ko si je ameriško gospodarstvo ponovno opomoglo in ko je anglo-saksonski model korporativnega upravljanja postal osnova finančnega in ekonomskega razvoja po svetu, predvsem v državah v razvoju in tranzicijskih gospodarstvih.

V zadnjem času teorija zastopništva izgublja na aktualnosti, saj se počasi, a vztrajno povečuje število neizvršnih direktorjev v primerjavi z izvršnimi. To pomeni, da nadzorna funkcija pridobiva določene kakovostne lastnosti, saj neizvršni direktorji lažje sprejemajo objektivne in neodvisne odločitve, ki so koristne delničarjem.

V Veliki Britaniji že nekaj časa velja pravilo ločitve funkcije predsednika nadzornega sveta in glavnega izvršnega direktorja. V ZDA pa je ta trend opaziti šele v zadnjem času. To pomeni, da je v ameriških družbah relativno veliko moči skoncentrirane v rokah enega samega posameznika, ki vodi tako poslovodni kot tudi nadzorni del organa (Bajuk, b. l., str. 6). Vendar se tudi ta trend spreminja, saj se v ZDA vztrajno povečuje delitev dualnih vlog v korporacijah. Svetovalno podjetje Mercer je leta 1997 ugotovilo, da je imelo približno 77 odstotkov od 500 največjih korporacij v ZDA združeno izvršilno in nadzorno

funkcijo, kar predstavlja padec za 11 odstotnih točk iz leta 1993. Leta 2008 je delež nadalje padel na 63 odstotkov (Abels & Marteli, 2013, str. 138).

Predpostavka teorije zastopništva, da dualnost vlog dvigne uspešnost družbe, se zdi popolnoma logična. A hkrati se zdi tudi popolnoma logično, kot trdijo zagovorniki teorije agentov, da ta situacija zviša tveganja ekscesov takšnih vplivnih direktorjev, saj je odsotna pomembna varovalka nadzora. V današnji časih, ko korporacije postajajo čedalje večje in javnost poziva k njihovi večji družbeni odgovornosti, se zdi, da marsikatera družba, glede na podatke v prejšnjih odstavkih, ni več pripravljena sprejeti tveganja, ki ga dualnost vlog prinaša

.

1.2.2 Teorija agentov

Teorija agentov se ukvarja s tem, kako odpraviti oziroma omiliti problem agenta. Ta problem pa se pojavi vedno, ko nekdo v poziciji principala (lastnika) zaupa upravljanje sredstev nekomu v poziciji agenta (menedžerja). Problem agenta je dejansko problem zaupanja. Vsak dogovor med dvema stranema z asimetričnim dostopom do informacij zahteva zaupanje. Pozivi k transparentnosti, poročanju, reviziji, različnim zakonom in nenazadnje tudi h kodeksom korporativnega upravljanja so dejansko odzivi na problem agenta. Teorija agentov nasprotno kot teorija zastopništva trdi, da menedžerjem ne gre zaupati, saj je človek sebično bitje in maksimizira svojo lastno korist. Z razvojem kapitalskega trga, ko ta postane visoko likviden in delničarji vse bolj oddaljeni, gre v skladu s teorijo agentov za povečanje asimetrije informacij in s tem problema agenta.

Ekonomisti se že dolgo ukvarjajo s problemom motivacije, ki nastane kot rezultat situacije, v kateri odločevalci niso hkrati tudi lastniki. Rezultat je razvoj teorij, ki zavračajo klasičen model podjetnika oziroma lastnika-menedžerja, ki lastnoročno vodi podjetje z namenom maksimiziranja dobička v prid teorijam, ki se osredotočajo na motivacije menedžerja, ki nadzoruje, vendar ni lastnik (Fama, 1980, str. 288-289).

Teorija agentov skozi analitičen pristop ponudi marsikateri odgovor na vprašanje, povezano s korporativnim upravljanjem. Recimo, kakšen je idealen nivo nadzora menedžerjev, ali se jim poleg fiksnega dela plače splača nuditi tudi variabilen v obliki delniških opcij, do katere mere se splača podjetjem zadolževati (v povezavi z agencijskimi stroški, ki s tem nastajajo) in mnoga druga. Za najbolj citirano delo na področju teorije agentov velja delo avtorjev Berle & Means s kratkim naslovom "Teorija podjetja".

Avtorja analitično razložita agencijske stroške na naslednji način: "Ko menedžer (ki je 100 % lastnik) odproda del kapitala, bodo nastali agencijski stroški, ki so posledica različnih prioritet med njim in ostalimi lastniki, saj bo on nosil le del stroškov, ki jih porablja v obliki ugodnosti. Ko odproda del podjetja in postane 95 % lastnik, bo trošil več

ugodnosti kot prej, saj bo v tem primeru izenačeval mejno korist enega dolarja takšne potrošnje s 95-imi centi izgube v premoženju in ne več s celotnim dolarjem kot prej, ko je bil 100-odstotni lastnik. Zunanjim lastnikom se splača v tem primeru vlagati v nadzor menedžerja v višini 5 centov po dolarju" (Jensen & Meckling, 1976, str. 11). To so tako imenovani agencijski stroški zunanjega kapitala.

Glede na Jensen & Meckling (1976), agencijske stroške sestavljajo:

- stroški nadzora s strani principala⁶,
- stroški pogodbenega določevanja dejanj in
- rezidualna izguba (izguba blagostanja principala kot posledica odstopanj agentovih dejanj, glede na to, kar bi bilo optimalno za principala).

1.3 Enotirni in dvotirni sistem upravljanja

Kot je bilo predstavljeno v magistrskem delu, se enotirni in dvotirni sistem korporativnega upravljanja razlikujeta že na teoretični ravni. Teoriji zastopništva in agentov, ki sta podlagi, na katerih temeljita oba sistema upravljanja, sta se pojavili kot rezultat različnih družbenih in gospodarskih okoliščin.

Block & Gerstner (2016) enotirni oziroma "anglo-ameriški" sistem korporativnega upravljanja vidita kot odsev neoliberalne norme primata delničarjev in prostotržnega kapitalizma. Dvotirni oziroma "celinsko-evropski" sistem korporativnega upravljanja pa je po drugi strani odsev primata deležnikov podjetja in temelji na soodločanju.

V enotirnem sistemu sta funkciji nadzora (neizvršni direktorji) in posloводства (izvršni direktorji) združena v enem organu, ki se imenuje upravni odbor. V dvotirnem sistemu pa sta funkciji nadzora in posloводства pravno ločeni in se izvajata v dveh organih, tj. nadzorni svet in uprava podjetja. Uprava podjetja skrbi za vodenje družbe na dnevni bazi, medtem ko nadzorni svet nadzoruje delo uprave.

Raziskovalcem, ki se ukvarjajo z raziskovanjem učinkovitosti enotirnega in dvotirnega sistema, ni uspelo doseči soglasja o tem, kateri sistem upravljanja je boljši oziroma učinkovitejši. Bezemer, Peij, de Kruijs & Maassen (2014, str. 17) menijo, da gre pri odločitvi o tem, kateri sistem je boljši, dejansko za vprašanje, ali je zaželeno imeti neodvisen nadzor nad sprejetimi odločitvami menedžerjev. Pri tem je prednost enotirnega sistema, da z manjšo organizacijsko razdrobljenostjo ustvarja manjšo asimetrijo informacij in odpravlja birokratske ovire, ki lahko ovirajo hitro sprejemanje odločitev. Po drugi strani pa delovanje tistih, ki upravljajo, in tistih, ki nadzorujejo v enem organu, lahko ogrozi

⁶ V to skupino agencijskih stroškov spadajo kodeksi korporacijskega upravljanja

sposobnost upravnega odbora, da uspešno nadzoruje izvršne direktorje in podaja neodvisne predloge menedžmentu.

Sistem upravljanja sam po sebi ne zagotavlja boljše kakovosti nadzora v družbi niti v enotirnem niti v dvotirnem sistemu. Uspešnost in učinkovitost nadzora sta odvisni od moralne integritete, načelnosti in nenazadnje od sposobnosti ter strokovnosti ljudi, ki v organu nadzora zasedajo funkcije (Bajuk, b.l., str. 7).

1.4 Upravljanje javnih delniških družb v Sloveniji

Sistem korporativnega upravljanja lahko poleg delitve na enotirni in dvotirni sistem delimo tudi glede na stopnjo lastništva in kontrole, kakor tudi identitete kontrolnih delničarjev. V "zunanjem" sistemu (ZDA in VB) korporativnega upravljanja se osnovni konflikt interesov pojavlja na relaciji močnih menedžerjev in široko razpršenih delničarjev. V "notranjem" sistemu (kontinentalna Evropa in Japonska) pa osnovni konflikt interesov nastaja med kontrolnimi delničarji ("blockholder lastništvo") in šibkimi manjšinskimi delničarji (Maher & Andersson, 1999, str. 3). Slovenija je klasični primer "notranjega" sistema korporativnega upravljanja, kjer je v veliko primerih delničar z vplivnim deležem država ali paradržavni skladi.

10. julija 1993⁷, je v Sloveniji začel veljati Zakon o gospodarskih družbah (ZGD), ki prvič po petih desetletjih družbene lastnine uvede lastninsko pravico kot temelj za upravljanje pravnih oseb. Po skoraj 13 letih ga je nadomestil prenovljeni ZGD-1⁸.

Zakon o gospodarskih družbah je eden od najpomembnejših zakonov, na katerih sloni upravljanje (javnih delniških) družb v Sloveniji. Ker je temeljni sistemski zakon na področju prava gospodarskih družb, ki ureja ustanavljanje, organiziranost in poslovanje gospodarskih subjektov, ga v strokovni praksi pogosto imenujejo tudi gospodarska ustava (Puharič, et al., 2007, str. 9). Sicer pa med pomembnejše zakone, ki urejajo področje upravljanja korporacij, v Sloveniji spadata še Zakon o prevzemih (ZPre-1) in Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju (ZSDU). Najpomembnejši avtonomni pravni vir na tem področju pri nas pa je Kodeks upravljanja javnih delniških družb, ki ga podrobneje predstavim v drugem poglavju magistrskega dela.

Slovenski zakon o gospodarskih družbah temelji na evropski tradiciji, natančneje na nemškem "Aktiengesetz", zato je marsikatera ureditev, med drugim tudi upravljanje na lastno odgovornost, dvotirni sistem upravljanja, sodelovanje zaposlenih v upravi in

⁷ <http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=ZAKO269>

⁸ Predvsem zaradi novih zakonskih določb o evropski delniški družbi, zaradi prenosa določb o manjšinskih pravicah delničarjev iz zakona o prevzemih ter zaradi preštevilčenja členov noveliranih določb starega zakona.

nadzornem svetu, primerljiva s tistimi v Nemčiji, medtem ko je zakonodaja na področju vrednostnih papirjev ukrojena po ameriškem zgledu (Bohinc, 2001, str.23).

Po slovenskem pravu "ameriški" koncept primata povečevanja vrednosti za delničarje nima pravne podlage. Pri sprejemanju odločitev o vodenju mora uprava upoštevati interese družbe. Delniško družbo uprava namreč vodi v dobro družbe (prvi odstavek 263. člena ZGD-1). Pravni status delničarjev je (Tricker et al., 2012, str. 118) viden tudi v odločitvah sodišča, ko podjetje ni več "going concern". Tukaj pravo intervenira, vendar le redko, če sploh kdaj, v interesu delničarjev, ampak prepozna druge deležnike, kot so kreditodajalci, država in zaposleni. Tako tudi pri nas Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (Ur. l. RS, št. 13/2014 s spremembami) v 21. členu pozna pojem prednostnih terjatev, med katere spadajo plačila delavcem in prispevki iz teh plačil ter davki. Prednostni upniki, kot jih navaja zakon, so torej zaposleni in država.

Podjetja v Sloveniji imajo možnost izbire med enotirnim ali dvotirnim sistemom upravljanja, izbiro pa morajo po 183. členu ZGD-1 določiti v statutu družbe v obliki notarskega zapisa. Pred ZGD-1, ki je bil sprejet leta 2006, enotirni sistem upravljanja ni bil mogoč. Vpliv te zakonske spremembe pa ni nosil prevelike teže, saj je Raziskava Združenja nadzornikov Slovenije (ZNS, 2013, str. 4) pokazala, da je v letu 2011 le 44 delniških družb izkoristilo to možnost, medtem ko je konec prvega četrtletja 2016 število vseh delniških družb v Sloveniji znašalo 729 (Ajpes). Za ta sistem so se odločali delničarji družb, ki so bile v težavah, in družb s konsolidiranim lastništvom oziroma odvisnih družb v stoddstotni lasti obvladujoče družbe. Po raziskavi naj bi bil enotirni sistem upravljanja učinkovitejši prav v teh primerih, saj omogoča večjo stopnjo prilagodljivosti sistema poslovanju ali posebnostim družbe in močnejšo vlogo delničarjev, ki imajo močnejši nadzor nad poslovanjem družbe (ZNS, 2013, str. 5).

Na strukturo delničarstva v Sloveniji je najbolj vplivala privatizacijska zakonodaja, kjer so prevladovale tri glavne vrste privatizacije, in sicer privatizacija z javno prodajo, privatizacija z notranjim odkupom in privatizacija z menedžerskimi in drugimi odkupi. Skupna značilnost vseh treh vrst privatizacije je, da je bilo 40 % premoženja namenjenega državnim skladom (Skladu za razvoj, Odškodninskemu skladu in Pokojninskemu skladu), kar je povzročilo zakonski nastanek institucionalnih delničarjev v vsaki korporaciji že na samem začetku (Bohinc, 2001, str. 75).

Za slovensko gospodarstvo je zelo značilna struktura institucionalnega lastništva, ki vpliva na vse pomembnejše odločitve. Institucionalni lastniki, bodisi pokojninski ali odškodninski skladi, večje banke, zavarovalnice, investicijske družbe ali kar neposredno država na državni ali občinski ravni, so večji del pod političnim nadzorom vladajoče politične skupine (Bohinc, 2001, str. 76). V takšnem okolju uprave in nadzorni sveti podjetij

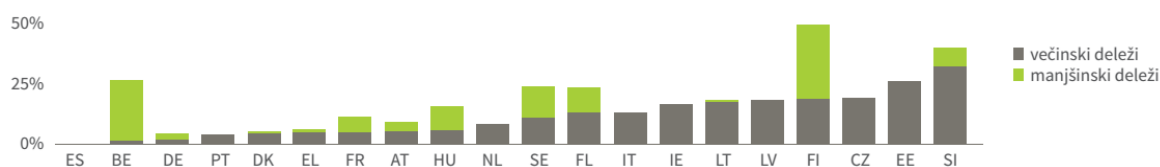
izgubljajo samostojnost nasproti državno in strankarsko nadzorovanim institucijam, ki raje maksimizirajo politične interese kot interese podjetja.

Razlog za dodatno zapleteno korporativno upravljanje v Sloveniji je leta 1993 sprejeti Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju (ZSDU)⁹. Zakon nalaga, da mora v podjetjih z do 500 zaposlenimi biti najmanj ena tretjina, medtem ko v podjetjih z več kot 1000 zaposlenimi najmanj pol članov nadzornega sveta predstavnikov delavcev (Gregorič, Prašnikar & Ribnikar, 2001, str. 3). Sprememba zakona v letu 2007¹⁰ to zahtevo omili in družbam v 79. členu nalaga, da: "Število predstavnikov delavcev v nadzornem svetu ... ne sme biti manjše od ene tretjine članov in ne večje od polovice vseh članov nadzornega sveta družbe". Tako se za moč v slovenskih podjetjih borijo zaposleni na eni strani in institucionalni lastniki na drugi strani. Obe skupini pa imata skupno to, da delujeta v smeri iskanja rente in ne maksimiziranja vrednosti podjetja (Gregorič, Prašnikar & Ribnikar, 2001, str. 3).

Dejanski vpliv delavcev pa ni tako velik kakor bi moral biti glede na zakonsko podlago ZSDU. 79. člen zakona namreč nalaga, da mora biti v upravi najmanj eden izmed članov predstavnik delavcev. Bohinc (2014) navaja, da je bilo leta 2013 med 25 do 30 delavskih direktorjev, medtem ko je bilo po podatkih SURS-a velikih podjetij v tem letu 300. Težava je tudi, da se v praksi na sistem participacije delavcev pri upravljanju gleda, kot da je nujno zlo, da delavci ne poznajo svojih pravic in da danes v Sloveniji nimamo institucij, ki bi bile pooblašene za sistematično zbiranje podatkov in vodenje evidenc o delujočih svetih delavcev in drugih institucij delavske participacije (Zeilhofer & Dogič, 2014, str.4-6). Tako ima država na račun slabega delovanja delavske participacije in neaktivnih manjšinskih delničarjev še večjo moč.

A vpetost države v slovensko gospodarstvo ni stvar preteklosti. V letu 2014 je imela Slovenija najvišji delež kapitala države v podjetjih glede na BDP med evropskimi OECD članicami¹¹, če upoštevamo večinske deleže. V upoštevanju manjšinskih in večinskih deležev države v podjetjih pa se Slovenija uvršča na drugo mesto za Finsko.

Slika 1: Delež kapitala države v gospodarstvu glede na BDP



Vir: GZS, Vpliv podjetij v državni lasti, 2015, str. 2.

⁹ Uradni list RS, št. 42/93.

¹⁰ Uradni list RS, št. 42/07

¹¹ V grafu so zajete evropske OECD članice, brez Švice, Luksemburga, Norveške, Turčije, Velike Britanije ter Islandije.

Politična imenovanja uprav in nadzornih svetov imajo za rezultat, da slovenska podjetja vodijo ljudje, ki nimajo primernih strokovnih znanj in ne zadostujejo kriterijem neodvisnosti. Takšne okoliščine pa onemogočajo optimalne poslovodne odločitve ter slabijo dolgoročno uspešnost slovenskega gospodarstva in s tem njegovo konkurenčnost.

Domadenik, Prašnikar & Svejnar (2014) analizirajo vpliv politike na uspešnost podjetja v 251 slovenskih delniških družbah z več kot 100 zaposlenimi v obdobju med leti 2000 in 2010. Ugotovili so, da je bilo v tem obdobju v povprečju 24 % vseh nadzornikov politično povezanih, z najvišjim deležem (36 %) pričakovano v državnih podjetjih¹². Na podlagi faktorske analize pridejo do zaključka, da v povprečju imenovanje politično povezanega nadzornika vpet članski nadzorni svet zmanjša dodano vrednost za 2,78 odstotka v naslednjem letu in 11,32 odstotkov na dolgi rok. Domadenik (2015) nadgradi analizo in pride do zaključka, da ima vmešavanje politike v slovensko gospodarstvo za posledico neučinkovit sistem korporativnega upravljanja in zmanjšanje produktivnosti teh družb v višini 110 milijonov € letno.

Negativen vpliv politike na slovensko gospodarstvo potrjujejo tudi druge raziskave. Glede na raziskavo GZS (2015) so bila v obdobju 2007 – 2013 državna podjetja manj dobičkonosna, bolj zadolžena in manj učinkovita v primerjavi s primerljivimi domačimi in regionalnimi tekmeci. Negativni učinki visokega deleža državnega lastništva in v povezavi s tem neučinkovito korporativno upravljanje v državnih podjetjih pa vodijo v neučinkovito alokacijo sredstev, slabšajo poslovne pogoje ter omejujejo zasebne investicije in gospodarsko rast.

Tako pri privatnih kakor tudi državnih podjetjih je cilj korporativnega upravljanja uskladiti interese lastnikov in upravljalcev podjetja, vendar pri državnih podjetjih prihaja do dodatnih upravljalških izzivov, ki izhajajo iz različnih virov, ti so (World Bank Group, 2014, str. 13):

- več principalov,
- veliko število ciljev, ki so si mnogokrat nasprotujoči,
- varovanje pred konkurenco,
- spolitizirana uprava in nadzorni svet,
- nizek nivo transparentnosti in odgovornosti ter
- slabo zastopanje interesov manjšinskih delničarjev.

V empiričnem delu postavim tretjo hipotezo, v okviru katere preverjam zgoraj predstavljene ugotovitve avtorjev, da državno lastništvo negativno vpliva na kvaliteto korporativnega upravljanja.

¹² Podjetja, kjer ima država posredno ali neposredno več kot 25% lastniški delež.

2 KODEKSI KORPORATIVNEGA UPRAVLJANJA

Preden podrobneje predstavim Slovenski Kodeks upravljanja javnih delniških družb, je treba vedeti, kaj kodeks sploh je in kam ga pravno gledano uvrščamo.

SSKJ pravi, da je kodeks zakonik (zbirka zakonov) oziroma družbeno priznan in uveljavljen sistem načel in predpisov. Podobno to besedo v ožjem smislu razlaga Kodeks upravljanja javnih delniških družb (v nadaljevanju Kodeks), ki pravi, da je Kodeks zbirka priporočil dobrih praks, katerega namen je natančnejša določitev standardov upravljanja in vodenja javnih delniških družb po načelu "spoštuj ali pojasni".

Pravno gledano je Kodeks najprimerneje razvrstiti glede na izvor pravnih pravil. Glede na ta kriterij ločimo avtonomno in heteronomno pravo. Avtonomni del (lat. lasten) pravnega reda, kamor se uvrščajo med drugim tudi kodeksi, se razlikuje od heteronomnega (lat. drugi, drugačen) po tem, da si ga subjekti postavljajo sami in z njim tudi soglašajo. Heteronomni del pravnega reda pa nastaja po tuji volji in je zavezancem vsiljen (Finance, 2005).

Avtonomni pravni viri so torej tiste pravne norme, ki jih oblikujejo gospodarski subjekti sami. Stražišar (2008) deli samoregulacijo nadalje na delegirano in avtonomno, pri čemer delegirana pomeni, da zakonodajalec določi okvire samoregulacije, pri avtonomni samoregulaciji pa subjekti sami začnejo urejati medsebojna razmerja. Avtor ugotavlja, da v notranjem pravnem redu samoregulacija pridobiva na pomenu in da je med drugim¹³ posledica uvajanja mednarodnih standardov kakovosti ter zahtev, s katerimi se dokazuje njihovo izpolnjevanje.

Cadburjev kodeks in Načela korporativnega upravljanja OECD niso nič drugega kakor ravno mednarodni standardi kakovostnega korporativnega upravljanja in zahteva o dokazovanju izpolnjevanja poteka po načelu "spoštuj ali pojasni". To je torej razlog, zakaj je korporativno upravljanje v glavnem urejeno skozi avtonomne pravne vire. Besedno zvezo "v glavnem" tukaj uporabim zaradi tega, ker poteka tudi skozi heteronomni del oziroma skozi določbe relevantne zakonodaje, na primer ZGD-1. Najboljšo predstavo, v kakšnem razmerju sta ta dva vira pravnih pravil, dobimo v preambuli Kodeksa, kjer je zapisano: "Kodeks po petih letih od uveljavitve v novi, prenovljeni vsebini več ne vsebuje povzetih obvezujočih določb relevantne zakonodaje, ki se neposredno nanašajo na sistem upravljanja javnih delniških družb. Določbe Kodeksa, ki so vsebovale ustrezno obliko besede »morati« (mora, je dolžna, ne sme ...) in so jih javne delniške družbe dolžne spoštovati in od njih ne smejo odstopati, so tako družbam kot javnosti v obdobju od

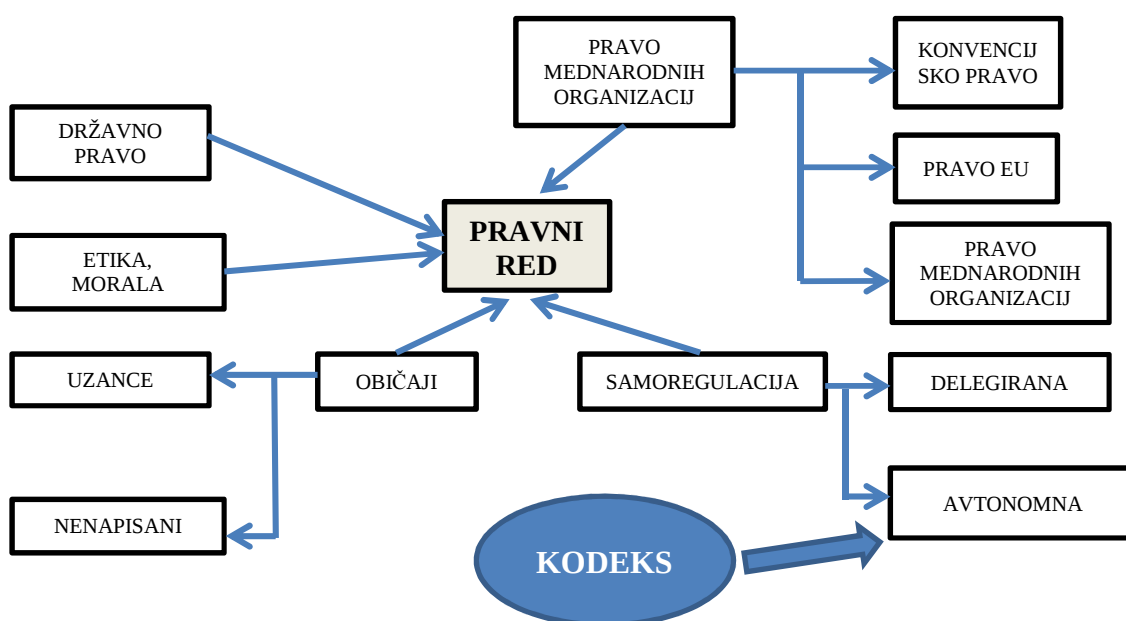
¹³ Druga dva razloga sta umik državne regulacije zaradi sprostitve področja ali izogibanja politični odgovornosti in neobstoja državne zakonodaje zaradi hitrega razvoja področja (npr. internet).

uveljavitve Kodeksa do zadnje prenove že dobro poznane in predstavljajo zakonski minimum korporacijskega upravljanja" (KUJDD, 2009, str. 2).

Avtonomne pravne vire lahko razumemo široko ali ozko. Med vire avtonomnega prava namreč, kot pravi Štamparjeva (2005) med drugim (ne obstaja enotna definicija, kaj vse je v to definicijo zajeto) vključujemo pogodbe (formularne pogodbe, splošni pogoji sodelovanja, trgovinske klavzule in termini), statute društev in drugih oblik civilnih združenj, notranje akte gospodarskih družb, kakor tudi zapisane običaje oziroma uzance.

Na Sliki 2 predstavljajo avtonomne dele pravnega reda običaji in samoregulacija. Kam pa se bodo, razen običajev, razdelile ostale različne sestavine avtonomnega prava, je odvisno od tega, v kolikšni meri je zakonodajalec določil okvire samoregulacije. Glede na to, da zakonodajalec pri korporativnem upravljanju določa zgolj minimalne pogoje, lahko uvrstimo Kodeks v avtonomno samoregulacijo oziroma med avtonomne pravne vire v ožjem smislu.

Slika 2: Shema delov pravnega reda



Vir: Prirejeno po B. Stražišar, Poslovno pravo, 2008, str. 5.

Prvi kodeks korporativnega upravljanja je bil odgovor na korporativne propade v Veliki Britaniji v 80-ih letih prejšnjega stoletja. Pred tem je regulacija podjetij po svetu temeljila na mešanici zakonov o gospodarskih družbah, računovodskih standardih in posameznih pravilih borz za javne delniške družbe (Tricker, et al., 2012, str. 45).

Predsedujoči prvemu kodeksu korporativnega upravljanja Adrian Cadbury (Cadbury Report, 1992) v uvodu dokumenta zapiše da so korporativni propadi podjetij BCII in

Maxwell, kakor tudi škandali, vezani na pretirana izplačila direktorjev, vrgli senco dvoma na obstoječe standarde finančnega poročanja in odgovornosti ter s tem postavili vprašanje korporativnega upravljanja v ospredje.

Namen kodeksov korporativnega upravljanja je izboljšati sistem korporativnega upravljanja v organizacijah. Dober sistem korporativnega upravljanja pa ima pozitivne učinke za privatna kakor tudi državna podjetja, saj naj bi vodil do (World Bank Forum, 2014, str. 16) :

- Boljšega dostopa do zunanjega kapitala, kar poveča investicije ter rast podjetja in vodi do novih delovnih mest;
- boljših strateških odločitev, učinkovitejšega menedžmenta in poslovnega uspeha;
- zmanjšane tveganja kriz in škandalov podjetij, kar je še posebej pomembno v luči ogromnih ekonomskih in socialnih stroškov finančnih kriz ter
- boljšega odnosa z deležniki podjetja in okoljsko odgovornega ravnanja.

2.1 Načelo "spoštuj ali pojasni"

Gospodarstvo države temelji na učinkovitosti njenih podjetij. Zato učinkovitost, s katero vodstvo podjetja izpolnjuje svoje obveznosti, določa konkurenčno pozicijo države. Vodstvo podjetja mora imeti svobodo pri vodenju podjetja, vendar mora to svobodo izvajati v okviru svojih odgovornosti. To je bistvo vsakega dobrega sistema korporativnega upravljanja (Cadbury Report, 1992, str. 1). Ravno na tej svobodi temelji načelo "spoštuj ali pojasni", vendar kot je navedeno v nadaljevanju tega podpoglavja, je za učinkovitost tega načela potrebno upoštevati določene pogoje.

Koncept principov namesto strogega sledenja črki zakona, ki izvira iz britanskega Cadburyjevega kodeksa iz leta 1992, je osnova, na kateri temeljijo priporočila OECD. Prva takšna priporočila je organizacija izdala leta 1999 (prenovljena 2004) in so kot takšna podlaga, na katerih so članice kakor tudi nečlanice OECD, gradile svoje nacionalne kodekse korporativnega upravljanja.

Priporočila OECD ne temeljijo na "one size fits all" pristopu h korporativnem upravljanju. Z izjemo ZDA je večina članic OECD, kakor tudi nečlanic, uvedla kodekse korporativnega upravljanja, ki temeljijo na principu spoštuj ali pojasni razloge za odstopanje (Arcot & Bruno, 2007, str. 6).

Na začetku drugega tisočletja so se pojavljala vprašanja, ali naj članice EU sprejmejo enoten kodeks korporativnega upravljanja. Po temeljiti primerjalni analizi (EK, 2002¹⁴) je

¹⁴ Evropska Komisija: "Comparative Study of corporate governance codes relevant to the EU and its member states"

prišlo do odločitve, da se enoten kodeks korporativnega upravljanja ne sprejme. Razlog za to je bila ugotovitev, da bi se zaradi različnih zakonskih okvirov med državami članicami enoten kodeks lahko osredotočil zgolj na osnovne principe korporativnega upravljanja in ne na podrobnejša priporočila najboljših praks. Zaradi nesmiselnosti poenotenja posameznih določil med državami članicami je na koncu prišlo do sporazuma, da se na ravni Evropske Unije raje poenoti načelo, po katerem družbe poročajo, tj. načelo "spoštuj ali pojasni".

Navedeno načelo je bilo na ravni Evropske unije sprejeto (obvezen prenos do septembra 2008) leta 2006 z Direktivo 2006/46/EC, ki spreminja in razširja direktivo Evropskega parlamenta in Sveta 78/660/EGS o letnih računovodskih izkazih posameznih vrst družb. Direktiva 2006/46/EC razširja direktivo 78/660/EGS, med drugim tako, da se vstavi 46a člen, ki v prvi točki nalaga, da: "Družba, katere vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu /.../, vključi v svoje letno poslovno poročilo izjavo o upravljanju". Izjava se vključi kot poseben oddelek poslovnega poročila in vsebuje vsaj naslednje:

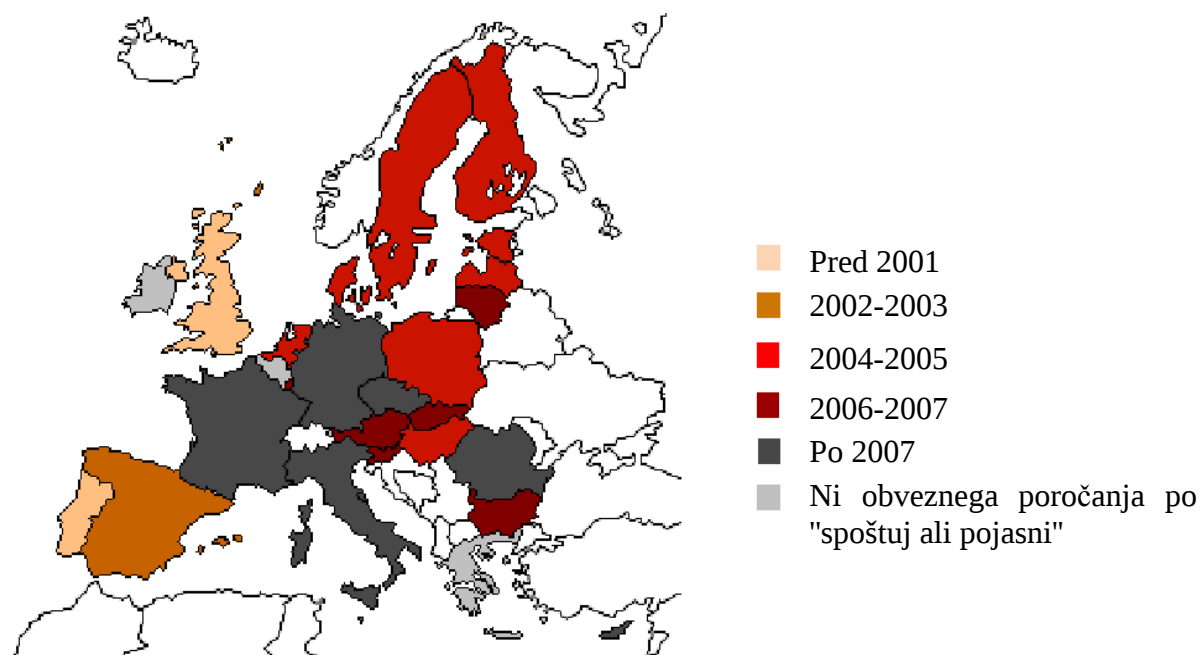
- kodeks o upravljanju, ki velja za družbo,
- kodeks o upravljanju, ki ga je družba prostovoljno sklenila uporabljati in
- podatke o obsegu odstopanj od kodeksov o upravljanju. Pri tem je treba razložiti, katerih delov kodeksa o upravljanju družbe ne upošteva in o razlogih za to ("spoštuj ali pojasni")

Preneseno zahtevo 1. točke 46a člena direktive 78/660/EGS je v naši zakonodaji moč najti v 5. odstavku 70. člena ZGD-1.

Načelo "spoštuj ali pojasni" družbam omogoča, da priporočila najboljših praks, zajetih v kodeksu korporativnega upravljanja, spoštujejo ali pa pojasnijo razloge, zakaj od priporočila odstopajo. V kodeksih zajeta priporočila so nekakšne povprečno najboljše prakse in njihovo spoštovanje za vsa podjetja ni smiselno, saj se razlikujejo po velikosti, pravnoorganizacijski obliki, industriji, v kateri delujejo, sestavi sredstev ... Nobeno podjetje ni enako, zato se tudi sistemi upravljanja med njimi razlikujejo. Kodeksi korporativnega upravljanja to dejstvo priznavajo in zato omogočajo podjetjem fleksibilnost pri spoštovanju določil kodeksa, po katerem poročajo.

Omenjeno načelo je pred letom 2006 že bilo v uporabi v večini članic EU. Direktiva naredi načelo obvezno in uvede nove zahteve, ki do tedaj še niso bile harmonizirane med državami članicami (Riskmetric, 2009, str.27). Države so imele možnost prenosa zahtev direktive direktno v zakon, kot je to med drugimi storila Slovenija, ali pa preko pravil kotiranja na borzah vrednostnih papirjev. Marsikatera država je načelo na takšen ali drugačen način uvedla kot obvezno že pred 2008.

Slika 3: Prevzem obvezne sheme spoštuj ali pojasni



Vir: Riskmetric, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 2009, str. 28.

Yan & Salterio (2014) vidita prednost načela "spoštuj ali pojasni" v tem, da podjetje na ta način lahko kroji sistem korporativnih praks glede na svoje potrebe. Tako lahko podjetje samo najde ravnovesje med stroški in koristmi, ki izhajajo iz dodatnega nadzora, namesto uveljavljanja obveznih praks, ki nimajo dodane vrednosti, ali pa imajo celo negativno neto vrednost na podjetje.

Fleksibilen okvir korporativnega upravljanja oziroma načelo "spoštuj ali pojasni" prinaša torej finančne koristi za družbe v primerjavi z obveznim sledenjem črki zakona, višina teh koristi pa je odvisna od že omenjenih podjetju specifičnih lastnosti. Za učinkovito izvajanje tega načela in ustvarjanje koristi za celoten finančni trg pa je po mnenju Evropskega foruma za korporativno upravljanje (2006) potrebno vzpostaviti:

- **ustrezno pravno podlago** – obstajati mora obveznost, predpisana s strani zakonodajalca, pristojnega nadzornega organa (regulatorja) ali organizatorja trga finančnih instrumentov(borze), ki družbi nalaga dolžnost implementirati načela kodeksa dobre prakse korporativnega upravljanja ali razkriti in pojasniti razloge za morebitne primere, ko od teh načel odstopa;
- **visoko raven transparentnosti** – izražena je prek verodostojnih, vsebinsko popolnih razkritij odstopanj;
- **učinkovite mehanizme**, ki jih delničarji lahko uporabijo za izvajanje delničarskih pravic v procesu nadzora – vzpostavljen mora biti vzvod, preko katerega lahko

delničarji družbe uveljavljajo odgovornost organov vodenja in nadzora za odločitev, ko določenega načela neutemeljeno niso spoštovali.

V Sloveniji sta za javne družbe pogoja pod prvo in tretjo točko urejena v ZGD-1, in sicer z zakonsko zahtevano izdelavo in objavo izjave o upravljanju in s pravico delničarjev do obveščenosti, v okviru katere lahko poslovodstvu na skupščini postavljajo vprašanja in zahtevajo dodatna pojasnila, tudi glede vsebin, navedenih v izjavi, ki je del poslovnega poročila kot sestavnega dela letnega poročila. Vloga delničarjev je v tem smislu nadzorna vloga, ki jo lahko izvajajo na skupščini.

Problem pri učinkovitem izvajanju sistema spoštuj ali pojasni v Sloveniji, kakor tudi v večini članic EU, je nizka raven transparentnosti izjav o upravljanju, kar prejemnikom teh informacij (vlagateljem) onemogoča pravilno oceno situacije, v kateri se podjetje nahaja. Kodeks upravljanja javnih delniških družb (2009) transparentnost opiše kot enega najpomembnejših gradnikov sistema upravljanja podjetij, njeni bistveni elementi pa so kakovost razkritja, pogostost posredovanja informacij in dostopnost. Razkritje pa je kakovostno le, če ima objavljena informacija naslednje značilnosti: celovitost oziroma popolnost, zanesljivost, pomembnost, pravočasnost, primerljivost. V raziskavi, ki sta jo opravili Pregelj & Čok (2012), avtorici preverjata resničnost izjav o upravljanju za slovenske javne delniške družbe in prideta do zaključka, da obstaja velika razlika med tem kar družbe (ne)izjavljajo in tem kakšno je dejansko stanje korporativnega upravljanja v podjetju. Informacije o upravljanju družb zaradi tega niso zanesljive, kar pomeni, da so razkritja nekvalitetna in raven transparentnosti nizka.

Problem nizke transparentnosti izjav o upravljanju bi se lahko rešil na način, da bi se več pooblastil dodelilo tako imenovanim "tržnim nadzorovalcem" (market-wide monitors), kot so avtoritete na finančnih trgih in/ali borze vrednostnih papirjev. Ta pooblastila pa bi morala zajemati preverjanje dostopnosti in resničnosti izjav v okviru poročil o upravljanju, izdajanje priporočil, izvajanje analiz in v primerih hujših kršitev nalaganje kazni. Ob pogoju, da tržni nadzorovalci izkazujejo zadostno neodvisnost, lahko zvišajo nivo transparentnosti, ki je potreben za učinkovit nadzor s strani delničarjev. Lahko pa bi to vlogo opravljali revizorji; trenutno morajo na nivoju EU-ja revizorji zgolj potrditi obstoj objavljenega poročila o upravljanju. Njihova naloga bi se lahko razširila tudi na preverjanje resničnosti določenih navedb, kot primer na Švedskem (Riskmetric, 2009, str. 16-17).

2.2 Slovenski Kodeks upravljanja javnih delniških družb

Prvi kodeks korporativnega upravljanja v Sloveniji, Kodeks upravljanja javnih delniških družb¹⁵, ki ga skozi delo imenujem na kratko Kodeks, je bil sprejet leta 2004 s strani Ljubljanske borze, d. d., Združenja nadzornikov Slovenije in Združenja Manager in je bil

¹⁵ Dostopen na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8179>.

doslej trikrat spremenjen ter dopolnjen: leta 2005, leta 2007 in nazadnje leta 2009. Ob zadnji spremembi je bil tudi strukturno spremenjen in iz njega so bile odstranjene vse določbe, ki so povzemale že uveljavljene zakonske določbe s področja upravljanja delniških družb (Pregelj & Čok, 2012, str.5-8).

Podjetja imajo sicer na voljo uporabiti tudi Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države, kjer je to primerno, vendar se v tem poglavju osredotočim na kratko predstavitev Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, katerega uporabljajo vsa podjetja, zajeta v analizi v empiričnem delu.

Kodeks vsebuje skupaj 112 priporočil oziroma načel dobre prakse, od tega 23 vodilnih načel, preostalo pa so izvedbena načela. Za lažje razumevanje družb in drugih deležnikov korporativnega upravljanja so vodilna načela obrazložena v dokumentu Obrazložitev načel kodeksa upravljanja javnih delniških družb (Knap & Prijović, 2015, str.5). Načela so razdeljena v sedem vsebinskih sklopov in sicer:

- Okvir upravljanja družbe
- Razmerje med družbo in delničarji
- Nadzorni svet
- Uprava
- Neodvisnost in lojalnost
- Revizija in sistem notranjih kontrol
- Transparentnost poslovanja

V nadaljevanju na kratko predstavim bistvo, ki ga posamezen vsebinski sklop priporoči najboljših praks zajetih v Kodeksu zajema.

Prvi vsebinski sklop Kodeksa je Okvir upravljanja družbe, ki je sestavljen iz treh vodilnih načel. Cilj tega sklopa priporoči najboljših praks je doseči, da imajo družbe jasno zastavljene kratkoročne cilje in dolgoročne usmeritve, ki so javno dostopne in redno posodobljene oziroma aktualne, kar med drugim omogoča lažje ocenjevanje kakovosti dela uprave. Ta vsebinski sklop poudarja tudi pomembnost sprejemanja odločitev, ki so v dolgoročnem interesu družbe in ne v njenem kratkoročnem maksimiziranju vrednosti.

Drugi sklop priporoči, kakor razkriva že ime samo, skozi dva vodilna načela ureja razmerje med družbo in delničarji. Družba, ki ima dobro urejena razmerja z delničarji, v glavnem skrbi za to, da so delničarji enakopravno obravnavani, da imajo možnost oziroma so vzpodbujeni k uresničevanju svojih delničarskih pravic in s strani družbe prejema kvalitativne in pravočasne informacije, ki so za njih pomembne.

Kar dobra tretjina vseh vodilnih načel se nahaja v tretjem vsebinskem sklopu, ki se nanaša na nadzorni svet družbe, kar kaže na pomembnost tega organa družbe. Z namenom kvalitetnega nadzora dela uprave, Kodeks priporoča, naj družbe v nadzorne svete imenujejo kompetentne ljudi, katerih znanja se medsebojno dopolnjuje in katerih proces imenovanja je v naprej določen in transparenten. Dodaten kriterij za imenovanje, ki ga Kodeks nalaga v priporočilih je, da naj bo vsaj polovica članov nadzornega sveta neodvisnih, saj neodvisni nadzorniki lažje sprejemajo odločitve, ki so sprejete v dobro družbe. Kompetenten in neodvisen nadzorni svet naj ustanovi posebne komisije (poleg revizijske tudi kadrovske in komisijo za imenovanja) za specifična vprašanja. Ocena delovanja takšnih komisij, kakor tudi oceno lastnega delovanja in sestave, nadzorni svet opravi enkrat letno.

Tri vodilna načela, se nanašajo na upravo. Prvi vodilni načeli v tem sklopu, dajeta priporočila glede tega, kako naj bo uprava sestavljena in na kaj naj bo uprava osredotočena. V tem sklopu načel je pogosto moč zaslediti besedo "dolgoročno". Uprava naj sprejema odločitve, ki so v dolgoročni koristi družbe in sistem plačil uprave, ki ga ima družba vzpostavljenega, naj ta dolgoročni vidik spodbuja.

Peti vsebinski sklop, ki zajema samo eno vodilno načelo, vsebuje podrobnejša izvedbena načela, kako uprava in nadzorni svet dosežeta neodvisnost z namenom odprave nasprotja interesov in delovanja izključno v dobro družbe.

Šesti vsebinski sklop vsebuje dve vodilni načeli, pri čemer se prvo vodilno načelo nanaša na revizijo, drugo pa na sistem notranjih kontrol družbe. Glede revizije so podana priporočila za postopek izbire revizorja, razkritje morebitnih nerevizijskih storitev, ki jih je revizijska družba v zadnjem letu opravila za družbo ter priporočila glede rotacije revizijske družb oziroma ključnega revizijskega partnerja.

Zadnji vsebinski sklop vsebuje priporočila najboljših praks glede transparentnosti poslovanja. Preglednost se zagotovi z opredelitvijo in sledenjem strategije komuniciranja družbe, ki omogoča hitro, jasno in enakopravno obveščenost javnosti o vseh pomembnih zadevah v zvezi z družbo. Zadnje vodilno načelo Kodeksa nalaga družbam, da v poročilu o upravljanju predstavijo ali so spoštovala v Kodeksu omenjena priporočila oziroma zakaj ne ter kako poročilo pripraviti in kje ga objaviti.

Izjave o upravljanju so za družbe, ki so predmet analize, obvezne, saj 5. odstavek 70. člena ZGD-1 nalaga družbam, ki so zavezane k reviziji, da vključijo v svoje poslovno poročilo izjavo o upravljanju družbe. Izjava se vključi kot poseben oddelek poslovnega poročila in vsebuje vsaj naslednje:

- kodeks o upravljanju, ki velja za družbo,

- kodeks o upravljanju, ki ga je družba prostovoljno sklenila uporabljati in
- podatke o obsegu odstopanj od kodeksov o upravljanju. Pri tem je treba razložiti, katerih delov kodeksa o upravljanju družbe ne opušča in o razlogih za to (comply-or-explain).

2.3 Pregled študij o spoštovanju kodeksov korporativnega upravljanja

V tem podpoglavju predstavljam empirične študije, ki analizirajo, kakšno je stanje glede spoštovanja določil najboljših praks, zajetih v nacionalnih kodeksih korporativnega upravljanja in kakšne so kvalitete pojasnil družb v Sloveniji v primerjavi z ostalimi državami.

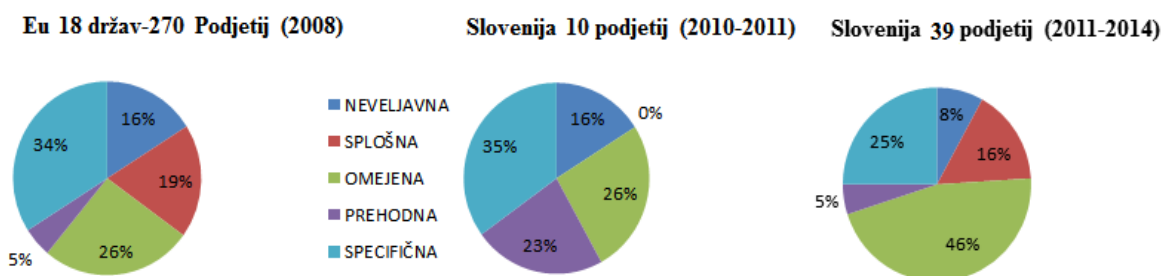
Ob primerjavi kvalitete spoštovanja določil kodeksov "spoštuj ali pojasni" slovenskih javnih delniških družbah in družb s sedežem v drugih državah članicah EU je opaziti razlike v nivoju spoštovanja določil nacionalnih kodeksov, vendar za to obstaja razlaga, predstavljena v nadaljevanju tega podpoglavja. Podatke o kvaliteti spoštovanja kodeksa KUJDD pri slovenskih javnih delniških družbah črpam iz analize, ki jo je opravilo Združenje nadzornikov Slovenije (2015) na podlagi 62 družb, ki so bile 16. aprila 2015 na seznamu javnih družb Agencije za trg vrednostnih papirjev. Iz vzorca 62 družb sta bili odstranjeni dve družbi, pri čemer ena zaradi postopka likvidacije skozi celotno obdobje raziskave in druga, ker ne pojasni, kje se pojavljajo odstopanja. Izmed preostalih družb nekatere niso uporabljale KUJDD in tako pridemo na končni vzorec, ki šteje v povprečju 39 družb na leto v obdobju 2011 – 2014. Ugotovitve na podlagi tega vzorca primerjam z nivojem spoštovanja kodeksov "spoštuj ali pojasni" 270 družb¹⁶ iz 18-ih¹⁷ držav članic EU v letu 2008. Kljub temu da gre za različna časovna obdobja, to ne predstavlja problema glede primerjave, saj je nivo spoštovanja kodeksov med leti dokaj konstanten (Arcot & Bruno, 2007, str. 15).

Delež podjetij, ki spoštujejo vsa načela Kodeksa, je pri slovenskih podjetjih, ki so bila predmet analize v Knap & Prijovič objavljeni leta 2015 (39 podjetij med leti 2011-2014), nižji v primerjavi z 270 podjetji, zajetimi v evropski raziskavi (Riskmetric, 2009) in sicer 5 % pri prvih in 14 % pri drugih. Večina podjetij, ki spoštujejo vsa določila med omenjenimi evropskimi podjetji, je tistih pet iz vsake izmed 18 članic EU, ki imajo tržno kapitalizacijo večjo kot 2 milijardi €. Edino podjetje izmed 39 slovenski podjetij, ki dosega ta prag, je Krka.

¹⁶ Vsaka izmed 18 držav članic, zajetih v analizo, je prispevala 5 velikih družb s tržno kapitalizacijo nad dvema milijardama € in 10 družb izpod te meje. 20 družb iz vzorca 39, ki jih analiziram v empiričnem delu, so imele na dan 31. 12. 2014 povprečno tržno kapitalizacijo 257,1 milijon €.

¹⁷ Te države so: Belgija, Bulgarija, Danska, Estonija, Finska, Francija, Nemčija, Grčija, Madžarska, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Poljska, Portugalska, Španija, Švedska in Združeno Kraljestvo.

Slika 4: Primerjava kvalitete pojasnil odstopanj



Na podlagi primerljivih raziskav je zanimivo, da prihaja do zelo podobnih rezultatov glede deleža specifičnih pojasnil glede na vsa pojasnila oziroma odstopanja od najboljših praks, zajetih v nacionalnih kodeksih korporativnega upravljanja; ta znaša okoli eno tretjino (Slika 4), pri čemer družbe z najvišjim deležem specifičnih pojasnil prihajajo iz Velike Britanije, Francije, Švedske, Nizozemske in Belgije (Riskmetric, 2009, str.14). Tudi raziskava Združenja nadzornikov Slovenije iz leta 2012 (Pregelj & Čok, 2012) ponudi zelo podoben rezultat, kar je razvidno iz sredinskega grafa, kjer je bilo v analizo zajetih 10 slovenskih javnih delniških družb iz prve kotacije v obdobju 2010 – 2011.

Na podlagi zgoraj omenjenega sledi sklep, da je ponavadi samo ena tretjina vseh pojasnil takšnih, ki delujejo v skladu z duhom kodeksov, ki temeljijo na načelu "spoštuj ali pojasni". Pri podjetjih iz prvega in drugega grafa gre za podjetja primerljivih velikosti, medtem ko so podjetja iz tretjega grafa manjša glede na povprečno tržno kapitalizacijo. Raziskave kažejo, da večja podjetja nudijo bolj informativne razlage odstopanj in imajo višje stopnje spoštovanja priporočil najboljših praks, zajetih v nacionalnih kodeksih korporativnega upravljanja (Albu & Girbina, 2008; Seidl, Sanderson & Roberts, 2009; Abdel-Kader, 2016; Galle, 2014). Razlog za to verjetno tiči v večjem in bolj kvalificiranem številu zaposlenih, ki se ukvarjajo s pripravo poročila o upravljanju, večji uporabnosti priporočil dobre prakse, kakor tudi v relativno in absolutno večji pomembnosti kvalitetnega korporativnega upravljanja za večje družbe.

Družbe praviloma spoštujejo velik delež priporočil dobrih praks, zajetih v nacionalnih kodeksih korporativnega upravljanja. Na primer Yan & Salterio (2014) analizirata 655 kanadskih javnih delniških družb, od katerih samo 7 % (Riskmetric 14 %, 39 slovenskih družb 5 %) spoštuje vsa določila kanadskega kodeksa korporativnega upravljanja, medtem ko jih kar polovica spoštuje med 89 % in 98 % izmed 47 določil omenjenega kodeksa. Za primerjavo, iz podatkov, pridobljenih iz študije (Knap & Prijović, 2015), izhaja, da je ta delež pri 39 slovenskih družbah med leti 2011 in 2014 v povprečju znašal 90 % izmed 112 določil slovenskega KUJDD. Še višji delež spoštovanja priporočil dobrih praks, in sicer med 93 % in 98 % ugotovi Galle (2014), ki analizira 237 podjetij iz petih evropskih držav v obdobju 2005 – 2007. Visok delež spoštovanja avtorja Yan & Salterio argumentirata kot

skladen z namenom sistema "spoštuj ali pojasni", kjer je spoštovanje s pojasnilom uporabljeno v primerih, ko bi prevzem posameznega priporočila kodeksa pomenil negativno vrednost za podjetje. Ni namreč ravno verjetno, da toliko podjetij ne bi zmoglo spoštovati še tistih nekaj preostalih priporočil dobre prakse, zajetih v kodeksih korporativnega upravljanja.

Argument negativne vrednosti za podjetje v primeru, če bi podjetja morala spoštovati vsa določila kodeksa, je skladen z rezultati Chhaochharia & Grinstein (2005), ki najdeta negativen vpliv zakona Sarbanes-Oxley na vrednost majhnih ameriških podjetij pred in po njegovi vpeljavi. Raziskava na evropski ravni (Riskmetric, 2009), kjer je bilo na podlagi 42 vprašalnikov, poslanih na gospodarske zbornice, direktorska združenja in borze vrednostnih papirjev 25 držav članic EU (tudi Slovenija je prispevala 2), ponudi enake rezultate. Anketiranci večinoma menijo, da koristi vpeljave zahtev kodeksov korporativnega upravljanja presežejo stroške njihove vpeljave. Rezultati so drugačni, ko pride do vprašanja stroškov in koristi pri majhnih in srednjih podjetjih. To so po terminologiji raziskave podjetja, katerih tržna kapitalizacija je manjša od dveh milijard €. Tukaj 41 % anketirancev meni, da stroški vpeljave zahtev kodeksov korporativnega upravljanja presegajo koristi njihove vpeljave. Po omenjeni terminologiji so vse javne delniške družbe v Sloveniji majhne ali srednje velikosti, ti. SME, z izjemo Krke d. d., ki se giblje na tej meji.

Kot je bilo prikazano v prejšnjem odstavku, velik del strokovnjakov iz različnih držav EU meni, da je spoštovanje vseh določil za družbe velikosti, kot jih imamo pri nas, povezano z negativno vrednostjo zanje. Iz tega razloga, so specifična pojasnila "enako vredna" kot spoštovanje določil oziroma še več, če se z možnostjo nespoštovanja določila kodeksa družba izogne strošku, ki preseže koristi vpeljave takšnega določila in to je logika, na kateri temelji načelo "spoštuj ali pojasni".

Sicer pa se ob podrobnejšem pogledu, katera odstopanja so bila najpogostejša pri 43 slovenskih javnih delniških družbah v letu 2014, pojavijo naslednja najpogostejša odstopanja družb (Knap & Prijović, 2015, str.12):

- 40 % družb ni sledilo načelu objave letnega poročila v angleškem jeziku, pri tem je bil delež specifičnih pojasnil 41,7 %.
- 35 % družb ni sledilo načelu, da imajo družbe cilje opredeljene v statutu, pri tem je bil delež specifičnih pojasnil 9,5 %.
- 31,7 % družb je razkrivalo odstopanje od priporočila glede politike upravljanja, pri tem je bil delež specifičnih pojasnil 5,3 %.
- 30 % družb je razkrivalo odstopanje od načela, da nadzorni svet opravlja naloge v skladu s kodeksom pri tem je bil delež specifičnih pojasnil 11,2 %.

- 28,4 % družb je razkrivalo odstopanje od načela glede oblikovanja komisij nadzornega sveta, pri tem je bil delež specifičnih pojasnil 17,6 %.

2.4 Sarbanes-Oxleyev zakon

Sarbanes-Oxleyev zakon (angleška kratica je SOX) je ameriški odgovor na korporativne propade podjetij, predvsem Worldcom in Enron. Za razliko od sistema spoštuj ali pojasni deluje SOX po principu "spoštuj ali pa te čaka kazen". Zakon je v veljavi od leta 2002.

Obvezno spoštovanje določil zakona temelji na spoznanju (kar velja predvsem za ZDA), da prostovoljni pristop k spoštovanju določil korporativnega upravljanja ne deluje. Glede na število propadov podjetij v ZDA na začetku tisočletja in njihove velikosti je javnost od vlade zahtevala konkretne ukrepe za zaježitev problema korporativnih propadov. Sitem obveznega spoštovanja določil je na kratki rok imel večji učinek na povrnitev zaupanja v finančne trge in pomiritev javnosti.

SOX nalaga enake prakse korporativnega upravljanja za vsa podjetja, kljub temu da se resnost agencijskega problema močno razlikuje glede na lastniško in nadzorno strukturo podjetja (Yan & Salterio, 2014, str. 462). Kot bo podrobneje prikazano v nadaljevanju je resnost agencijskega problema povezana tudi z industrijo v kateri podjetje deluje, velikostjo in sestavo sredstev podjetja. Lahko bi rekli, da je bil zakon SOX na kratek rok uspešen za povrnitev zaupanja v finančne trge, vendar na dolgi rok, kot kaže marsikatera raziskava, rezultira v negativnem vplivu na podjetja, predvsem na tista manjša. Seveda pa so stroški obveznega spoštovanja najboljših praks skozi celoten trg manjši kot pa stroški propada enega samega podjetja.

Kar je na tem mestu potrebno povedati, je, da je resnost agencijskega problema v enotirnem sistemu, ki je značilen za ameriško gospodarstvo, že v osnovi večje kot v dvotirnem. Razlogi za to so bili podrobneje predstavljeni v poglavju 1.4.1. Tudi zaradi tega dognanja mehki pristop v obliki avtonomnega prava, ki ga predstavljajo kodeksi korporativnega upravljanja, ni bil mogoč.

3 EMPIRIČNA ANALIZA VPLIVA SPOŠTOVANJA KODEKSA UPRAVLJANJA JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB NA NJIHOVO USPEŠNOST

Spoštovanje različnih kodeksov korporativnega upravljanja in s tem tudi Kodeksa upravljanja javnih delniških družb (v nadaljevanju: kodeks), h kateremu so zavezane slovenske javne delniške družbe, temelji na principu spoštuj ali pojasni. To pomeni, da morajo podjetja, ki ne spoštujejo določenega določila kodeksa, razložiti, zakaj od njega odstopajo.

Pojasnila, ki sovpadajo z namenom kodeksa, vsebujejo navedbe specifičnih, družbi lastnih razlogov za odstopanja od priporočene prakse in opisujejo alternativno prakso. Za podjetje, ki navede specifična (kvalitetna) pojasnila za odstopanja od določil kodeksa, velja, da spoštuje kodeks. Kvalitetna pojasnila imajo lahko večjo vrednost za podjetje kot spoštovanje določil v primeru, ko strošek spoštovanja določila presega koristi njegove vpeljave. Yan in Salterio (2014) namen režima "comply or explain" razumeta kot omogočanje podjetju, da zmanjša svoje agencijske stroške, tako da prilagodi svoje sisteme upravljanja glede na podjetju lastne okoliščine. Načelo spoštuj ali pojasni predstavlja fleksibilen zakonski okvir, ki v osnovi zajema zavedanje, da so podjetja različna in zato sledenje kodeksom korporativnega upravljanja do vejice natančno marsikdaj ni optimalna izbira.

Večina raziskav, ki preiskujejo obstoj povezave med korporativnim upravljanjem in poslovno uspešnostjo podjetij, se osredotoča na ZDA, kjer je pristop h korporativnem upravljanju zakonske narave. Po zakonu Sarbanes-Oxley morajo podjetja obvezno slediti določilom, ki jih nalaga. Ta zakon zagovarja "one size fits all" pristop. Stanje drugod po svetu je drugačno, saj je pozornost usmerjena v kodekse in standarde, na podlagi katerih se oceni kakovost korporativnega upravljanja podjetij (Arcot & Bruno, 2007, str.3). Posledica oziroma cilj kvalitetnega korporativnega upravljanja je maksimizacija vrednosti podjetja. Ta cilj pa bo dosežen, ko ima vodstvo podjetja možnost izbire takšnega sistema korporativnega upravljanja, ki je stroškovno ugoden in učinkovit glede na okoliščine podjetja.

Analiza, ki jo opravljam v magistrskem delu, upošteva dejstvo, da "one size doesn't fit all" (v nadaljevanju heterogenost). V luči heterogenosti podjetij nespoštovanje najboljše prakse (določil kodeksa), ki je pospremljeno z specifičnim pojasnilom, pomeni, da je podjetje s tem, ko je izbralo alternativno prakso, pridobilo koristi oziroma se je izognilo strošku. Skozi večstopenjski lestvici, s katerima ocenim kvaliteto razkritij oziroma nivo spoštovanja kodeksa korporativnega upravljanja, poizkušam najti pozitivno povezavo med doslednim spoštovanjem Kodeksa in poslovno uspešnostjo podjetja. To povezavo preverjam v okviru prve hipoteze.

3.1 Utemeljitev hipotez

Empirični del magistrskega dela začenjam z utemeljitvijo postavitve hipotez. Utemeljitev, zakaj postavim posamezne hipoteze, podprem s predstavitvijo rezultatov raziskav domačih in tujih avtorjev glede enakih vzročno-posledičnih povezav med spremenljivkami, kot jih tudi sam uporabim v analizi. S preverjanjem hipotez želim preveriti, ali vzročno-posledične povezave glede kvalitete korporativnega upravljanja v državah, ki jih analizirajo avtorji iz različnih gospodarskih okolij, veljajo tudi v Sloveniji in podati razloge za sovpadanje ali odstopanje od njih.

Spremenljivka, ki jo uporabim za dokazovanje vseh treh v empiričnem delu postavljenih hipotez, je spremenljivka GOVSCORE, ki meri kvaliteto korporativnega upravljanja v družbah, zajetih v analizo. Večje kot je število točk, ki jih podjetje doseže glede spoštovanja Kodeksa, bolje so podjetja upravljana. Spremenljivko merim z dvema različnima sistemoma točkovanja, ki zasledujeta različni logiki podelitve točk glede na spoštovanje določil KUJDD oziroma kvalitete pojasnil, zakaj prihaja do odstopanj od posameznih določil Kodeksa. Število točk, ki jih družba doseže na podlagi trostopenjskega modela, označim z GOVSCORE-3 in število točk, doseženih v 5-stopenjskem modelu z GOVSCORE-5. Oba načina merjenja kvalitete korporativnega upravljanja v družbah, zajetih v analizo, v prvi in drugi hipotezi predstavljata neodvisno spremenljivko, v tretji pa odvisno. Podrobnejša razlaga sestave kazalca GOVSCORE in logiko, ki jo zasleduje točkovanje v obeh omenjenih modelih, podrobneje predstavim v podpoglavju Merjenje spremenljivk, ki sledi v nadaljevanju.

Hipoteza 1: Večje družbe so bolje upravljanje.

Z rastjo morajo podjetja več pozornosti nameniti upravljanju in nadzoru, zato pričakujem, da z rastjo podjetja kakovost korporativnega upravljanja narašča. Tako tudi Hossain et al. (1995) utemeljujejo, da večja podjetja bolje razkrivajo informacije o korporativnem upravljanju, saj so bolj vezana na zunanje vire financiranja, imajo nižje organizacijske stroške zbiranja in podajanja informacij in so podvržena večjim zahtevam po informacijah s strani finančnih analitikov.

Franck & Sundgren (2012) najdeta močen Pearsonov koeficient korelacije med velikostjo podjetja, merjeno kot višino sredstev, in kvaliteto korporativnega upravljanja v družbi. Koeficient znaša 0,69 in je pridobljen na podlagi analize 39 švedskih javnih delniških družb, ki so zavezane poročati po sistemu "spoštuj ali pojasni" glede na švedski kodeks korporativnega upravljanja. Albu & Girgina (2015) prav tako najdeta pozitivno povezavo med velikostjo podjetja in kvaliteto korporativnega upravljanja za romunske javne delniške družbe. Vzorec zajema 14 javnih delniških družb v letu 2010 in 32 v letu 2011 ter določa kvaliteto korporativnega upravljanja v 4-stopenjskem modelu glede na to, ali podjetje spoštuje določila oziroma kako kvalitetno pojasni odstopanja od določil torej zelo podoben način določanja kvalitete korporativnega upravljanja, kot ga uporabljam tudi sam. Obe meri velikosti podjetja, višina sredstev in tržna kapitalizacija sta statistično značilni pri $p=0,01$ in višini Pearsonovega koeficienta korelacija 0,57 pri prvi meri velikosti in 0,59 pri drugi.

Zanimiva je tudi raziskava, ki jo je opravil Boujenoui (2008) za kanadske javne delniške družbe, vpisane na TSX (Toronto Stock Exchange) v letih 2002 (214 družb), 2003 (182) in 2014 (191). Pred letom 2005 je borza v Torontu določala zgolj minimalne obvezne standarde korporativnega upravljanja kotirajočih družb, zato avtor določi kvaliteto

korporativnega upravljanja kot kvaliteto prostovoljnih pojasnil družb, ki presegajo te minimalne standarde. Na ta način ugotovi pozitivno povezavo med velikostjo sredstev in kvaliteto korporativnega upravljanja družb (Pearsonov koeficient korelacije znaša, $r = 0,306$). Tudi Samaha et al. (2012) najdejo pozitivno povezavo med velikostjo sredstev in kvaliteto korporativnega upravljanja za 100 egipčanskih javnih delniških družb v letu 2009 ($r=0,547$), ki pa jo merijo glede na spoštovanje 43 smernic dobrega korporativnega upravljanja, predlaganih s strani Združenih narodov.

Velikost podjetja merim z velikostjo sredstev, prihodkov, kapitala in številom zaposlenih.

H1a: $r(\text{govscore}_t, \text{sredstva}_t) = 0$

H1b: $r(\text{govscore}_t, \text{kapital}_t) = 0$

H1c: $r(\text{govscore}_t, \text{prihodki}_t) = 0$

H1d: $r(\text{govscore}_t, \text{zaposleni}_t) = 0$

Hipoteza 2: Državno lastništvo ima negativen vpliv na kvaliteto korporativnega upravljanja družb.

Kot je bilo predstavljeno v točki 1.4.2, ima državno lastništvo negativen vpliv na kakovost korporativnega upravljanja. Glavna razloga sta nestrokovno (politično nastavljeno) vodstvo ter zasledovanje kratkoročnih interesov. Iz tega razloga gre pričakovati, da bo korelacija med višino državnega lastništva in kvaliteto korporativnega upravljanja imela negativen predznak.

Negativen vpliv državnega lastništva na korporativno upravljanje potrjuje raziskave različnih avtorjev. Na primer domači avtorji Domadenik, Prašnikar & Svejnar (2014) ugotovijo, da ima državno lastništvo za posledico politično nastavljeno vodstvo, ki praviloma ni najbolj sposobno, to potrdi tudi Domadenik (2015) in oceni škodo, ki jo državno gospodarstvo utрпи zaradi tega. Raziskav GZS (2015) pa pride do zaključka, da so državna podjetja manj dobičkonosna, bolj zadolžena in manj učinkovita v primerjavi s primerljivimi domačimi in regionalnimi tekmeci, kar je posledica slabega korporativnega upravljanja.

H2: $r(\text{govscore}_t, \% \text{država}_t) = 0$

Hipoteza 3: Družbe z boljšim korporativnim upravljanjem imajo boljše poslovne rezultate.

Večje število točk, ki jih podjetje doseže glede na 112 izvedbenih načel Kodeksa, pomeni boljše upravljanje podjetja. Za podjetja z boljšim korporativnim upravljanjem velja, da imajo boljše poslovne rezultate, ki jih za potrebe dokazovanja prve hipoteze merim z donosnostjo sredstev (ROA), donosnostjo kapitala (ROE) in povprečno donosnostjo delnice (POV). Z namenom izognitve problema endogenosti merim kazalce uspešnosti z enoletnim zamikom ($t+1$), glede na število točk, ki jih je podjetje doseglo v letu t .

Black (2001), Durnev & Kim (2005), Black, Love & Rachinsky (2005) ter Samaha et al. (2012) analizirajo vpliv kvalitete korporativnega upravljanja na poslovno uspešnost družb in najdejo pozitivno povezavo. Samaha (2012) za egipčanske javne družbe (EGX 70) ugotovi tudi, da je nivo kvalitete razkritij nižji pri družbah, ki imajo dualnost na pozicijah in višjo lastniško koncentracijo ter višji pri družbah z večjim deležem neodvisnih direktorjev in večje kot je podjetje.

Black (2001) na primer analizira 21 ruskih podjetij v letu 1999 in najde statistično značilno in zelo močno korelacijo ($r = 0,90$) med kvaliteto korporativnega upravljanja¹⁸ in Tobinovem Q, se pravi da trg višje ceni dobro upravljane družbe. Kljub temu da je vzorec majhen, avtor ugotavlja, da visoka vrednost korelacije kaže na to, da ima korporativno upravljanje še posebej močan vpliv na tržno vrednost podjetja v državah, kjer so kulturni in zakonski vplivi na korporativno obnašanje šibki, kot je to primer v Rusiji. Black, Love & Rachinsky (2005) nadgradijo analizo iz leta 2001 in na podlagi vzorca 105 ruskih javnih delniških družb za obdobje 1999 – 2004 najdejo pozitivno povezavo med kvaliteto korporativnega upravljanja (merjeno skozi različne indekse) in Tobinovem Q. Rezultati so zelo robustni, saj so od šestih indeksov štirje statistično značilni pri $p = 0,01$ in eden pri $p = 0,05$, medtem ko eden izmed indeksov ne nudi nikakršne statistično značilne povezave med kvaliteto korporativnega upravljanja in Tobinovem Q¹⁹.

V prejšnjem odstavku omenjene raziskave se osredotočajo na države v razvoju, kjer je večja verjetnost najti močno povezavo med dobro upravljanimi družbami ter njihovo uspešnostjo. Za razvite države na podlagi dosedanjih raziskav je to povezavo težje ugotoviti. Bhagat & Black (2002) za ameriške družbe ne najdeta nobene povezave med neodvisnostjo neizvršnih direktorjev (nadzornikov) in dolgoročno uspešnostjo družb. Druge študije, kot na primer Yermack (1996) ali Klein (1998) ponudijo rezultate, ki kažejo celo na negativno razmerje med deležem neizvršnih direktorjev in Tobinovem Q²⁰. Vse te raziskave uporabljajo način raziskovanja, ki temelji na principu podeljevanja kljukic, kar postavlja pod vprašaj učinkovitost tega pristopa (Arcot & Bruno, 2007, str. 6). Podeljevanje kljukic je način raziskovanja, ki ga uporabljajo avtorji, ki kvaliteto korporativnega upravljanja merijo na podlagi različnih indeksov kvalitete korporativnega

¹⁸ Kvaliteta korporativnega upravljanja merjena glede na indeks, ki je sestavljen iz 8 podindeksov posebej zasnovanih za rusko gospodarsko okolje. Za več informacij o tem indeksu glej Black (2001, str. 7).

¹⁹ Več o tem kako so različni indeksi sestavljeni glej Black, et al. (2005, str. 29).

²⁰ Tobinov Q = Tržna vrednost podjetja/Knjigovodska vrednost podjetja.

upravljanja. Ta način deluje tako, da če podjetje spoštuje določeno določilo korporativnega upravljanja, dobi točko, v nasprotnem primeru pa ne. Slabosti tega pristopa in zakaj se sam lotim raziskovanja na fleksibilen način, podrobneje razložim v podpoglavju Merjenje spremenljivk.

Arcot & Bruno (2007) ugotavljata, da ne obstaja primerljiva raziskava, ki bi preučevala vpliv fleksibilnega zakonskega sistema na uspešnost družb oziroma na način, ki upošteva heterogenost družb in kvaliteto razkritij. S tem načinom raziskovanja 245 nefinančnih podjetij, ki pripadajo britanskemu FTSE 350, najdemo pozitivno povezavo med kvaliteto korporativnega upravljanja in uspešnostjo družb.

Rezultati raziskave, ki jo avtorja opravita so presenetljivi, saj delitev družb na tiste, ki v popolnosti spoštujejo določila kodeksa, in tiste, ki ne, ne razkrije nobene povezave med kvaliteto korporativnega upravljanja in prihodnjo dobičkonosnostjo sredstev. Družbe, ki v popolnosti spoštujejo kodeks, torej niso poslovno uspešnejše od tistih, ki ga ne. Koeficient je statistično neznačilen in celo negativen (-0,0029). Štetje števila nespoštovanj določil kodeksa oziroma tako imenovani način "kljukic" prav tako ne pokaže nobene povezave (-0,0023). Povezava pa obstaja, ko je kvaliteta korporativnega upravljanja merjena s številom točk, ki jih družba dosega, glede na to, kako kvalitetno pojasni razloge za odstopanje od načel kodeksa korporativnega upravljanja.

Še več, podjetja, ki odstopajo od določil kodeksa, vendar za vsa odstopanja ponudijo specifična (najinformativnejša) pojasnila, dosegajo boljše poslovne rezultate kot vsa ostala podjetja, tudi tista, ki spoštujejo vsa določila kodeksa.

Pri pregledu literature sem zasledil, da po letu 2007 obstajata raziskavi, ki uporabljata fleksibilen okvir raziskovanja povezave med kvaliteto korporativnega upravljanja in uspešnostjo družb. Yan & Salterio (2014) z načinom raziskovanja, ki predvideva heterogenost podjetij in večstopenjsko lestvico kvalitete korporativnega upravljanja (3 stopnje), najdemo močno povezavo med kvaliteto razkritij in uspešnostjo družb, merjeno s panožno prilagojeno dobičkonosnostjo sredstev za 790 javnih delniških družb v Kanadi ($\beta = 0,03$ pri $p = 0,005$). Druga raziskava (Albu & Girbina, 2015), narejena na ta način, ki meri kvaliteto korporativnega upravljanja na podlagi 5-stopenjske lestvice, medtem ne najde nobene povezave med kvaliteto korporativnega upravljanja in dobičkonosnostjo podjetja 67 romunskih nefinančnih javnih delniških družb v obdobju 2010 – 2011.

V okviru tretje hipoteze preverjam tudi obstoj povezave med kvaliteto korporativnega upravljanja in vrednostjo delnice. Za slovenske družbe, zajete v analizo, poskušam potrditi povezavo, ki so jo ugotovili McKinsey & Company (2002). Investitorji so namreč v anketi izjavili, da dajejo dobremu korporativnemu upravljanju primerljivo težo kot finančnim kazalnikom. Pripravljeni so bili plačati premijo za podjetja z dobrim korporativnim

upravljanjem, v višini 12 % za družbe iz Severne Amerike in Zahodne Evrope, ter preko 30 % za družbe Vzhodne Evrope in Afrike (Wilkes, 2004, str. 13).

$$H3a: r(ROA_{t+1}, govscore_t) = 0$$

$$H3b: r(ROE_{t+1}, govscore_t) = 0$$

$$H3c: r(POV_{t+1}, govscore_t) = 0$$

3.2 Vzorec in podatki

V vzorec, na podlagi katerega je opravljena analiza, je zajetih 22 nefinančnih javnih delniških družb, ki uporabljajo Kodeks upravljanja javnih delniških družb. Glede na to, da nekatere družbe niso uporabljale Kodeksa vsa leta, obstajajo rahla nihanja med številom družb skozi leta. Analiza tako zajema 20 podjetij v letih 2011 in 2012 ter 21 v letu 2013.

Tabela 2: Seznam družb v vzorcu

Aerodrom Ljubljana	Krka	Pivovarna Laško	Žito
Cetis	Luka Koper	Mercator	Inles
Delo prodaja	Melamin	Telekom Slovenije	Terme Čatež
Gorenje	Mlinotest	Terme Dobrna	Plama pur
Intereuropa	Nama	Tovarna olja Gea	
Kompas MTS	Petrol	Union	

Populacijo, na podlagi katere je bil izbran zgoraj omenjeni vzorec družb, predstavlja 62 družb²¹, ki so bile na dan 16. aprila 2015 na seznamu Javnih družb agencije za trg vrednostnih papirjev Slovenije, ki je objavljen na njihovi spletni strani²². Informacije o vsebini izjav o upravljanju so pridobljene iz letnih poročilih teh družb. Oceno kvalitete izjav o upravljanju črpal iz analize²³, ki sta jo za Združenje nadzornikov Slovenije izvedli Ronja Knap in Irena Prijović. Analiza obsega obdobje 2011-2014, vendar v magistrskem delu to obdobje skrajšam na 2011 – 2013 zaradi nedostopnosti finančnih podatkov za poslovno leto 2015 v času izvedbe lastne analize, ki so potrebni za dokazovanje prve hipoteze z enoletnim zamikom.

Izmed družb, omenjenih v prejšnjem odstavku, je družba Javor Pivka, d. d., od leta 2011 v likvidaciji in tako je izjava o upravljanju oziroma celotno letno poročilo dosegljivo samo za leto 2011. Družba DUTB, d. d., je bila ustanovljena leta 2013, zato podatki za leta 2011

²¹ Izmed teh je bilo v 2014, 49 takšnih, ki so izdajatelji delnic, preostale družbe so izdajatelji zgolj obveznic.

²² <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=93>

²³ Poročilo o analizi skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb.

in 2012 niso dostopni. Iz vzorca je bila za celotno obdobje dodatno izločena ena družba, ki je izdajatelj zgolj obveznic, in sicer uporablja kodeks, ki je predmet analize, ne pojasni pa, kje so bila posamezna odstopanja. Zaradi neveljavnega pojasnila odstopanj od kodeksa v izjavi o upravljanju in nenavajanja, pri katerih izmed 112 načel so ta odstopanja prisotna, je bila ta družba v celoti izločena iz vzorca. V letih 2011 in 2013 je bilo tako v analizo vključenih 58 družb, v letu 2012 pa 57 družb.

V drugem koraku so bile iz omenjenega vzorca podjetij izločena tista, ki ne poročajo v skladu s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb (Kodeks). V letu 2011 je bilo takšnih družb 21, v letu 2012 jih je bilo 20 in 19 v letu 2013. Tako je bil v drugem koraku vzorec skrčen na 37 družb v letih 2011 in 2012 ter 39 v letu 2013. Razlogi oziroma vrste neuporabe Kodeksa so naslednje:

- Družba v letnem poročilu nima izjave o upravljanju oziroma izjave o skladnosti s Kodeksom,
- uporablja neveljaven kodeks,
- upošteva Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države ali
- uporablja lasten kodeks.

Priporočila najboljših praks zapisanih v Kodeksu lahko podjetjem služijo kot pomoč pri postavljanju lastnega sistema upravljanja glede na velikost, vrsto, dejavnost družbe in njene potrebe. Pri tem je pomembna njihova presoja o tem, kaj od priporočenega je primerno za njihovo družbo (GZS, 2016, str. 4). Prednost uporabe lastnega kodeksa je, da se družbo po krivem ne smatra za slabo upravljano, ker ni spoštovala določenega priporočila kodeksa, saj je okvir upravljanja narejen po meri, ki tej družbi ustreza. Hkrati lahko zainteresirana javnost že skozi samo sestavo kodeksa dobi sliko o značilnostih upravljalne strukture v družbi in tega ni treba brati v pojasnilih odstopanj. Po drugi strani pa je slabost uporabe lastnih kodeksov korporativnega upravljanja ta, da je onemogočena primerljivost s stanjem upravljalnih struktur med družbami. Za potrebe analize sem se omejil na razkrivanje odstopanj od določb omenjenega Kodeksa, ker je trenutno edini, glede katerega se je oblikovala večletna praksa uporabe in predstavlja mednarodno uveljavljen avtonomni pravni vir korporativnega upravljanja ter je kot tak del sistemskega preučevanja na ravni članic EU in Evropske Komisije.

V tretjem koraku (Tabela 3), so bile iz analize izločene finančne družbe. Razlog za ta korak je v posebnih pravilih poročanja, ki so jim zavezana finančna podjetja. Za takšen korak se odločijo tudi vse tri v poglavju Utemeljitev hipotez omenjene raziskave, katere temeljijo fleksibilnem okviru korporativnega upravljanja. V postopku pridobivanja podatkov sem ugotovil, da je družba Salus d. d. v letu 2013 izvedla reorganizacijo, zato je bilo to podjetje dodatno izločeno iz analize, saj so se finančni podatki podjetja posledično močno spremenili.

Tabela 3: Oblikovanje vzorca

Korak / Št. družb	2011	2012	2013
Javne delniške družbe	58	57	58
Uporabljajo Kodeks	37	37	39
Nefinančna podjetja (vzorec podjetij zajetih v analizo)	20	20	21

3.3 Merjenje spremenljivk in metoda

Veliko raziskav z nasprotujočimi rezultati je bilo narejenih na temo korelacije med kakovostjo razkritij korporativnega upravljanja ter poslovno uspešnostjo podjetja. Večina teh raziskav poteka po sistemu "thick-box", kar pomeni, da se za upoštevanje določil kodeksa, ki mu je družba podvržena, podeli kljukico, v nasprotnem primeru pa križec. Več kljukic pomeni po tej logiki boljše korporativno upravljanje. Ta sistem točkovanja ima pomankljivost v osnovni predpostavki, saj predvideva enakost podjetij.

V resnici pa so podjetja heterogene enote in tudi podobna podjetja iz istih panog sprejemajo različne odločitve zaradi podjetju specifičnih lastnosti, kot je na primer kakovost nadzorne tehnologije, delež neopredmetenih sredstev, delež solastništva menedžerjev ... V primeru dveh enakih podjetij, kjer ima eno večji delež neopredmetenih sredstev, bodo lastniki takšnega podjetja morali vpeljati večji nadzor nad menedžerji, saj so neopredmetena sredstva težje nadzorljiva (Himmelberg, et al., 1999, str. 357-358 in Maher & Andersson, 1999, str. 44), hkrati pa imajo podobna podjetja različne prakse poslovanja, ki so rezultat vpliva izvršnih direktorjev (Bertrand & Schoar, 2003, str. 29). Mnoge študije ugotavljajo, da strukture korporativnega upravljanja variirajo glede na življenjsko dobo podjetja in industrijo, v kateri delujejo (Arcot & Bruno, 2007, str. 8). Enak nivo nadzora vodstva podjetja ima lahko za posledico različne nivoje zmanjšanja agencijskih stroškov, saj se vrste in pomembnost agencijskega problema razlikujejo med podjetji glede na lastniške in nadzorne strukture ter druge firmi specifične okoliščine (Boone et al., 2007; Chen & Nowland, 2010; Coles, et al., 2008; Linck et al., 2008; Raheja, 2005).

Kar je za ena podjetja dobra praksa, je za druga slaba ali celo nepotrebna in zato se skozi zgoraj omenjen sistem točkovanja podjetju lahko podeli nič točk, ker ne upošteva določenega načela kodeksa, čeprav v določenem primeru to zanj ni uporabljivo oziroma je neekonomično in ponudi specifično (visoko informativno) obrazložitev odstopanja.

Empirični del magistrske naloge upošteva heterogenost podjetij, ki opravičuje uporabo fleksibilnega okvira raziskovanja korporativnega upravljanja. Fleksibilen način raziskovanja korporativnega upravljanja kot edinega smotrnega utrdi tudi samo načelo "spoštuj ali pojasni", ki je tudi fleksibilno, kar lahko razberemo že iz imena načela, ki vsebuje veznik "ali".

GOVSCORE

Kvaliteto korporativnega upravljanja družbe v magistrskem delu merim s spremenljivko GOVSCORE. Merske enote spremenljivke so točke, pri čemer večje število točk pomeni boljše korporativno upravljanje. Podjetja dobijo točke glede na to, v kolikšni meri spoštujejo 112 načel korporativnega upravljanja, zapisanih v Kodeksu, oziroma kako informativna pojasnila ponudijo v primeru, ko od njih odstopajo. Spremenljivko merim na dva načina oziroma v dveh sistemih točkovanja, eden je petstopenjski (GOVSCORE5) in drugi trostopenjski (GOVSCORE3). Oba sistema točkovanja imata v ozadju isto metodologijo, ki temelji na analizi Riskmetric (2009), kjer je natančneje definirana kakovost pojasnil odstopanj tako, da so ta razdeljena hierarhično na pet tipov pojasnil. Takšna metodologija je bila upoštevana tudi v Poročilu o analizi skladnosti s KUJDD (2015), ki ga je izvedlo Združenje nadzornikov Slovenije. Lastnosti tipov pojasnil so naslednje:

- **neveljavna pojasnila:** pojasnila, ki vsebinsko niso prava pojasnila, ker ne razlagajo odstopanja (NP) ali pa po vsebini razlage sploh ne gre za odstopanje (NO);
- **splošna pojasnila:** ne pojasni se, zakaj se pojavljajo odstopanja (to so tudi pojasnila, ki samo izražajo nestrinjanje družbe s priporočenimi ravnanji, ne pojasnjujejo pa specifičnih lastnosti družbe, zaradi katerih tako priporočilo ni primerno za družbo) (SPLP);
- **omejena pojasnila:** pojasnila, kjer družba ne razkrije podrobno, zakaj od priporočenih ravnanj odstopa, ampak samo navede alternativno prakso (OP);
- **prehodna pojasnila:** pojasnila, v katerih družba navaja, da trenutno ne spoštuje načel, a se bo v prihodnosti uskladila s priporočeno prakso (PP);
- **specifična pojasnila:** pojasnila, ki navajajo specifične, družbi lastne razloge za odstopanje od priporočene prakse in opisujejo alternativno prakso (SPECP).

Kjer se oba modela razlikujeta, je število stopenj kvalitete pojasnil in v dodeljevanju točk tem stopnjam, lahko bi tudi rekli, da je petstopenjski model bolj občutljiv kakor trostopenjski. Petstopenjski model ohranja število tipov pojasnil glede na metodologijo Riskmetric (2009) in jim dodeli točke glede na logiko, uporabljeno v raziskavi, ki sta jo izvedla Arcot & Bruno (2007). Trostopenjski model, povzet po Yan & Salterio (2014), pa tipe pojasnil razdeli bolj na grobo, in sicer samo na nekvalitetna in kvalitetna (samo prehodna in specifična pojasnila), pri čemer so ovrednotena bolj kot spoštovanje Kodeksa,

zato je model trostopenjski, kljub samo dvem tipom pojasnil. Pri petstopenjskem modelu je tipov pojasnil, kot že omenjeno, 5, vendar je spoštovanje določila Kodeksa ovrednoteno enako kot specifična pojasnila. Predstavitev dodelitve točk (Tabeli 4 in 5) v obeh sistemih merjenja spremenljivke in logika, ki stoji za njo sta predstavljeni v nadaljevanju.

Tabela 4: Sistem točkovanja v petstopenjskem modelu (GOVSCORE5)

Vrsta pojasnila	Oznaka	Število točk
neveljavna pojasnila	NP in NO	0
splošna pojasnila	SPLP	1
omejena pojasnila	OP	2
prehodna pojasnila	PP	3
specifična pojasnila	SPECP	4
spoštovanje določila	SD5	4

Kvaliteta oziroma informativnost pojasnil, predstavljenih v Tabeli 3, si sledi v naraščajočem zaporedju s specifičnimi pojasnili kot najinformativnejšimi. Medtem ko prve tri kategorije predstavljajo nižji nivo informativnosti obrazložitvev odstopanj, pa prehodna in specifična ponudijo kvalitetne informacije, ki sovpadajo z namenom načela "spoštuj ali pojasni.

Priporočila najboljših praks zajetih v kodeksih, ki jih podjetja spoštujejo, so prav tako kot specifična pojasnila vredna 4 točke. Ta sistem točkovanja odraža fleksibilnost načela "spoštuj ali pojasni" oziroma upošteva dejstvo, da so si podjetja različna in da spoštovanje določil ni optimalna izbira za vse. Zaradi tega družba, ki je navedla specifične, družbi lastne razloge za odstopanje od priporočene prakse in opiše alternativno prakso, dobi enako število točk kot če bi spoštovala določilo Kodeksa.

Podjetje, ki je upoštevalo sebi lastne okoliščine in se odločilo za nespoštovanje določil kodeksa, ne sme vnaprej biti označeno kot slabo upravljano. Zato za podjetja, ki ponudijo informativen razlog nespoštovanja določil, veliko verjetneje velja, da so pretehtala pluse in minuse spoštovanja določil relevantnega kodeksa, preden so sprejela odločitev (Arcot & Bruno, 2007, str.9).

Potrebno je oceniti kvaliteto razkritij odstopanj in ne samo prešteti število odstopanj oziroma spoštovanj določil in na tej podlagi kot delničar ali investitor delati sklepe o kvaliteti korporativnega upravljanja družbe.

Maksimalno število točk, ki jih družba lahko doseže v GOVSCORE5, je 448. To število točk lahko družba doseže tako, da spoštuje vseh 112 priporočil najboljše prakse ali pa da za vsa priporočila, ki jih ne spoštuje, ponudi specifična pojasnila.

$Skupno\ število\ točk = (4 * št.\ spoštovanih\ določil) + (\sum kvalitete\ obrazložitev)$

Tabela 5: Sistem točkovanja v trostopenjskem modelu (GOVSCORE3)

Vrsta pojasnila	Oznaka	Število točk
nekvalitetna pojasnila ²⁴	NKVAL	0
spoštovanje določila	SD3	1
kvalitetna pojasnila	KVAL	2

Dober kodeks korporativnega upravljanja identificira povprečno najboljše prakse. Iz tega razloga najboljše prakse, zapisane v Kodeksih, niso vedno najboljša poslovna izbira za podjetja. Logika, ki jo zasleduje trostopenski model, je, da če podjetje odstopa od priporočene najboljše prakse, navede razloge za to in ponudi alternativno prakso (kvalitetna pojasnila), kar pomeni, da je podjetje s tem pridobilo koristi oziroma se je izognilo stroškom vpeljave v kodeksih zapisane najboljše prakse. Iz tega razloga je v tem modelu kvalitetno pojasnilo ovrednoteno več kot spoštovanje določila. Za kvalitetna pojasnila v GOVSCORE3 se štejejo samo specifična in prehodna pojasnila. Nekvalitetna pojasnila, kažejo na to, da menedžerji na ta način želijo izkoristiti prednost v asimetričnosti informacij, ki jo imajo glede na delničarje (Yan & Salterio, 2014, str. 461), zato je družba v takšnem primeru "kaznovana" z dodelitvijo nič točk.

V primeru trostopenjskega modela nima smisla govoriti o maksimalnem številu točk, saj bi to bilo v teoriji 224, kar bi pomenilo, da podjetje ni spoštovalo nobenega načela Kodeksa in povsod ponudilo specifično pojasnilo. Optimalen nivo spoštovanja priporočil najboljših praks, zajetih v kodeksih korporativnega upravljanja za javne družbe glede na Yan & Salterio (2014), pa je med 89 % in 98 %. Za primerjavo, v obdobju med leti 2011 – 2013 so podjetja, na podlagi katerih opravljam v nadaljevanju predstavljeno analizo, v povprečju vsako leto spoštovala 90,6 % izmed 112 načel slovenskega Kodeksa upravljanja javnih delniških družb.

Seveda je višina optimalnega nivoja spoštovanja priporočil najboljših praks, zajetih v kodeksih, odvisna od marsičesa, predvsem pa od velikosti družbe. Slabost tega načina merjenja točk je, da so večja in dobro upravljane družbe, za katera je več priporočil (ali celo vsa) dobre prakse uporabljivih, "kaznovana" z manjšim možnim izkupičkom točk v primerjavi z manjšimi in dobro upravljanimi družbami, za katera je recimo 10 priporočil dobre prakse neuporabljivih in pojasnijo vsa odstopanja s specifičnimi pojasnili.

A ta način merjenja ima tudi nekatere prednosti. Yan & Salterio (2014) glede spoštovanja določil kodeksa ugotovita, da samo 7 % od 655 v analizo zajetih kanadskih javnih

²⁴ Za nekvalitetna pojasnila se štejejo tista, ki niso specifična ali prehodna .

delniških družb spoštuje vseh 47 določil kanadskega kodeksa upravljanja, med tem ko kar 45 % vseh podjetij spoštuje med 42 in 46 izmed celotnih 47 načel. Avtorja menita, da za podjetja, ki spoštujejo že tako velik del načel, nekaj dodatnih ne bi smelo biti problem in na podlagi tega sklepata, da je z načeli, ki jih podjetja ne sprejmejo, povezana neto negativna vrednost podjetja v primeru njihove vpeljave. Ta argument je skladen z Chhaochharia & Grinstein (2005), ki sta preučila vpliv določil zakona Sarbanes-Oxley na vrednost podjetja. Praviloma sta za podjetja, ki pred uvedbo zakona niso spoštovala določil, našla pozitivno povezavo z vrednostjo podjetja po njihovi vpeljavi. Ta vpliv pa je negativen za majhna in srednja podjetja, za katera je strošek vpeljave spoštovanja zakonskih določil večji kot koristi iz tega naslova.

Kar dodatno govori v prid temu modernejšemu načinu raziskovanja, je, da avtorja Yan & Salterio (2014) s to metodo raziskovanja najdeta močnejšo povezavo med kvaliteto korporativnega upravljanja in uspešnostjo podjetij kot pa avtorji, ki uporabljajo klasičen način kljukic in iste podatke.

Prednost merjenja kvalitete korporativnega upravljanja s trostopenjskim modelom iz slovenskega konteksta (poleg relativne majhnosti podjetij) je tudi, da so specifična pojasnila dostikrat dejansko boljša kot pa spoštovanje določil kodeksa, saj se dogaja tudi, da podjetja kot nepoznavanje določila kodeksa mislijo, da so ga spoštovala, a ga dejansko niso (Knap & Prijović, 2015, str.4). Takratne ugotovitve so bile, da so družbe v izjavah o upravljanju pogosto napačno navajale, da so samoocenjevanje izvedle, ker bodisi člani nadzornega sveta bodisi pripravljalci izjave niso razumeli vsebine načela (ZNS, 2014). Več o tem v poglavju o omejitvah raziskave.

USPEŠNOST DRUŽB

Uspešnost družb merim s pomočjo treh spremenljivk. Dve spremenljivki sta računovodski in sicer ROA in ROE, medtem ko tržna spremenljivka POV kaže, kako finančni trgi vrednotijo poslovanje podjetja. Mere uspešnosti podjetja so uporabljene za dokazovanje druge hipoteze, tj. vpliva spoštovanja Kodeksa na poslovno uspešnost podjetij.

- **ČISTA DONOSNOST SREDSTEV (ROA)**

Odvisna spremenljivka, ki meri poslovno uspešnost družb v modelu, je donosnost sredstev (ROA). ROA je najprimernejša mera poslovne uspešnosti podjetja, saj: prvič, na ROA ne vpliva finančni vzvod in izredne postavke; drugič, ima boljše distribucijske lastnosti, kot na primer donosnost kapitala (ROE), saj je ROA vedno pozitivna, medtem ko je vrednost ROE lahko 0 ali negativna. (Arcot & Bruno, 2007, str. 14).

Kazalnik kaže, kako uspešno je bilo posloводство pri upravljanju sredstev. Prikazuje koliko čistega dobička oziroma čiste izgube je gospodarska družba ugotovila na vsakih 100 evrov obstoječih sredstev, ne glede na to, kako so financirana (www.gvin.com).

$$ROA = \frac{\text{Čisti dobiček}}{(\text{Sredstva} + \text{Sredstva preteklega obdobja})/2} \times 100$$

- ČISTA DONOSNOST KAPITALA (ROE)

Čista donosnost kapitala je s stališča lastnikov gospodarske družbe najpomembnejši in eden najpogostejše uporabljenih kazalnikov poslovne uspešnosti. Kazalnik pojasnjuje, kako uspešno upravlja posloводство s premoženjem lastnikov. Pokaže, koliko čistega dobička je gospodarska družba dosegla na vsakih 100 evrov vloženega kapitala. Gospodarska družba je poslovno uspešnejša, če je vrednost tega kazalnika čim večja (pozitivna). Vendar pa višja vrednost kazalnika lahko pomeni tudi večje tveganje na račun velikega zadolževanja gospodarske družbe. Čista donosnost kapitala je namreč odvisna od sestave virov financiranja sredstev (www.gvin.com).

$$ROE = \frac{\text{Čisti dobiček}}{(\text{Kapital} + \text{Kapital preteklega leta})/2} \times 100$$

- POVPREČNA DONOSNOST DELNICE (POV)

Je tržni kazalec, ki kaže za koliko se je cena delnice v povprečju povečala v enem letu. Kazalec v okviru druge hipoteze kaže, kako (če sploh) finančni trgi reagirajo na kvaliteto korporativnega upravljanja v družbi. Povprečne vrednosti pri tem kazalcu imajo to prednost, da izničijo vpliv dnevnih gibanj cen delnic. Kazalec sem izračunal na podlagi podatkov, pridobljenih s spletne strani Ljubljanske borze (www.ljse.si).

$$POV = \frac{\text{Povprečna letna vrednost delnice v letu } x}{\text{Povprečna letna vrednost delnice v letu } x - 1} \times 100$$

VELIKOST DRUŽBE

Kot je bilo predstavljeno v prejšnjem poglavju, je na podlagi raziskav ugotovljeno, da se z velikostjo družbe v povprečju povečuje tudi kakovost korporativnega upravljanja. Spremenljivke, s katerimi merim velikost družbe, so višina sredstev (SREDSTVA), znesek kapitala (KAPITAL), višina prihodkov (PRIHODKI) in število zaposlenih (ZAPOSLANI).

DELEŽ DRŽAVNEGA LASTNIŠTVA (% DRŽAVA)

Delež države je merjen skozi direktno lastništvo države v družbah, ki so predmet analize, saj podatki o posrednih deležih za vsa podjetja skozi vsa leta ni bilo možno pridobiti. Podatke o deležih državnega lastništva v analiziranih družbah sem pridobil na spletnem portalu GVIN (www.gvin.com).

Obstoj statistično značilnega medsebojnega vpliva med predstavljenimi spremenljivkami ugotavljam z bivariantno analizo. Na podlagi statistične značilnosti koeficientov korelacije sprejemem ali zavrnem obstoj medsebojnega vpliva med spremenljivkami domnevanega v postavljenih hipotezah

3.4 Opisna statistika

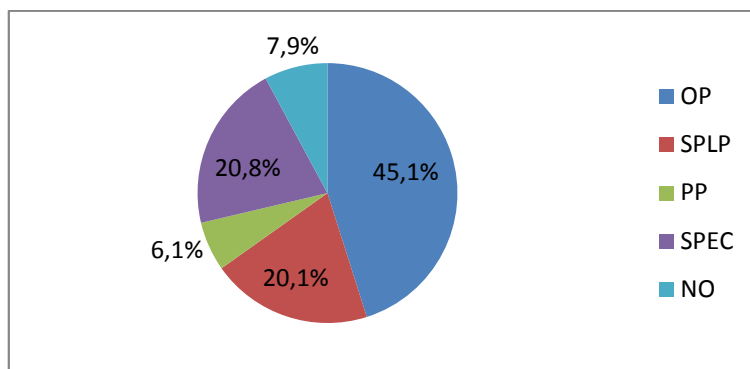
- **Kvaliteta korporativnega upravljanja**

Kvaliteto korporativnega upravljanja v empiričnem delu merim glede na to, v kolikšni meri so podjetja spoštovala načela KUJDD in kako kvalitetno so pojasnila odstopanja od priporočil najboljših praks, zajetih v Kodeksu.

22 javnih delniških družb, zajetih v vzorec, je v obdobju 2011 – 2013 v povprečju izjavljalo, da spoštuje 102,6 od 112 priporočil dobrih praks korporativnega upravljanja, zajetih v Kodeksu, oziroma 91,6 %. Delež spoštovanja načel Kodeksa skozi leta sicer narašča, a spremembe so minimalne, saj ta z 90,9 % v letu 2011 naraste na 91,9 % v letu 2012 in nato na 92,1 % v letu 2013.

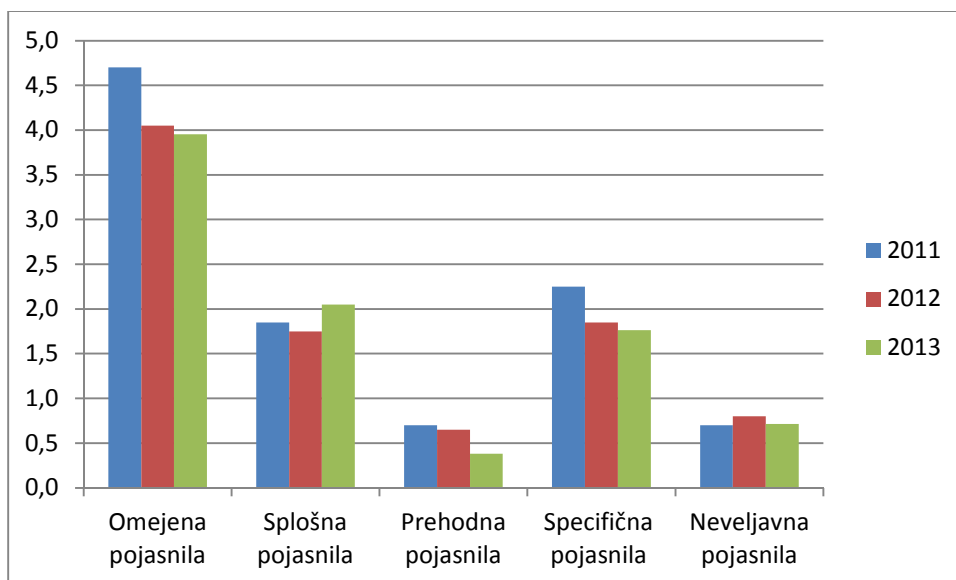
Če je visok delež spoštovanja določil vzpodbuden, pa je zaskrbljujoča kvaliteta pojasnil razlogov odstopanj, ki jih podjetja navajajo. Namreč v povprečju vseh treh let kar 73 % pojasnil velja za nekvalitetna.

Slika 5: Sestava deležev pojasnil glede na vrsto pojasnil v obdobju 2011 – 2013



Kvaliteta pojasnil se skozi leta ne izboljšuje, še več, delež prehodnih in specifičnih pojasnil, ki veljajo za kvalitetna, se je v analiziranem obdobju zmanjšal.

Slika 6: Povprečno število odstopanj glede na tip pojasnil



Analizirane družbe dosegajo različno število točk v obeh sistemih merjenja kvalitete korporativnega upravljanja. V povprečju vseh treh let trostopenjskega modela so družbe z najkvalitetnejšim korporativnim upravljanjem dosegale 21,3 % več točk kot najslabše upravljane družbe, v petstopenjskem modelu pa ta razlika znaša 13,1 %.

Podobno kot Slika 6 tudi Tabela 6 razkriva, da med leti ne obstajajo velike razlike glede nivoja spoštovanja Kodeksa, saj so povprečne vrednosti Indeksa kvalitete korporativnega upravljanja v obeh modelih skozi leta dokaj konstantne.

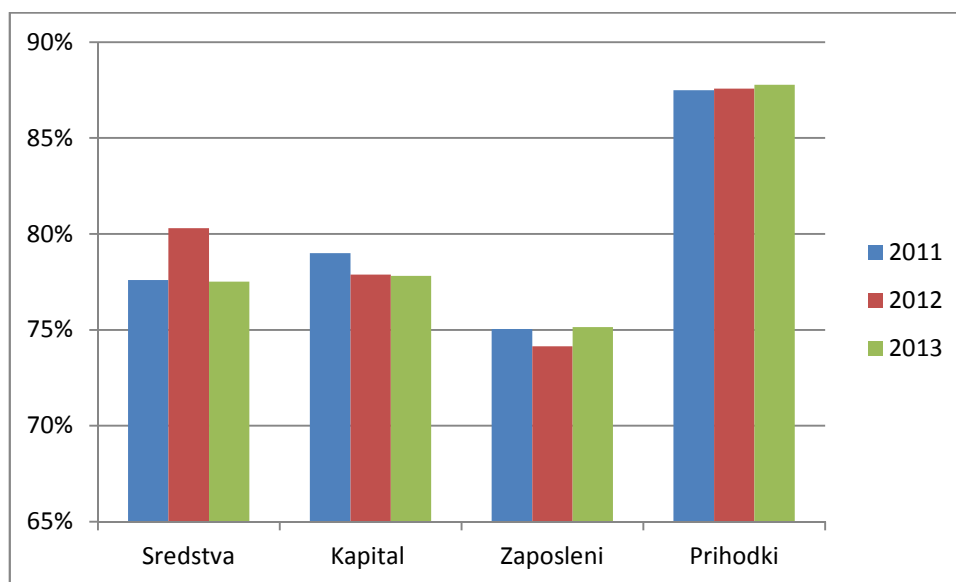
Tabela 6: Opisna statistika Indeksa kvalitete korporativnega upravljanja

Spremen. Parameter	GOVSCORE3			GOVSCORE5		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Maksimalna vrednost	123	115	115	448	448	448
Minimalna vrednost	96	97	98	396	396	396
Arit. sred.	107,0	107,3	107,0	429,6	430,8	430,7
St.odklon	6,8	5,1	5,2	15,7	14,4	15,0
Mediana	107	108	108	433	435	436
Modus	107	108	106	446	440	440

- **Velikost družb**

Družbe se po velikosti močno razlikujejo. Tako 5 največjih družb (Gorenje, Krka, Petrol, Mercator in Telekom Slovenije) izmed 22-ih predstavlja več kot tri četrtine vrednosti vseh parametrov velikosti družb.

Slika 7: Delež 5 največjih družb v vzorcu po parametrih



Glede na parametre, s katerimi merim velikost 22 v analizo zajetih družb, ugotovim, da so družbe v tem smislu v preučevanem obdobju postale manjše. Vse povprečne vrednosti parametrov so v letu 2013 manjše, kot so bile v letu 2011, z izjemo prihodkov, ki so se minimalno povečali, iz česar lahko sklepamo, da so družbe postale učinkovitejše, saj so z manj sredstev, kapitala in zaposlenimi ustvarila večje prihodke.

Tabela 7: Gibanje vrednosti parametrov, ki določajo velikost družb

Vrednosti v 1.000 €	Sredstva	Kapital	Zaposleni	Prihodki
2011	444.015	222.216	1.699	395.010
2012	449.007	226.636	1.636	408.530
2013	439.152	214.216	1.602	395.731

- **Delež državnega lastništva**

Država je skozi celotno obdobje povečevala neposreden lastniški delež v družbah, zajetih v analizo. V povprečju je država neposredno 16 % lastnik družb, pri čemer si v povprečju

lasti okoli 30 % kapitala družb. Iz tega sledi, da ima država višje lastniške deleže v večjih družbah, kar velja tudi za celotno populacijo slovenskih gospodarskih družb.

Tabela 8: Neposredni lastniški deleži države v analiziranih družbah

	2011	2012	2013
Povprečen lastniški delež	15,9 %	16,7 %	16,8 %
Delež celotnega kapitala analiziranih družb	30,0 %	30,3 %	30,9 %

- **Uspešnost družb**

Uspešnost družb zajema podatke iz obdobja 2012 – 2014, saj v okviru tretje hipoteze preverjam vpliv kvalitetnega korporativnega upravljanja v letu t na kazalce uspešnosti v letu $t + 1$ zaradi izoginitve problema endogonosti.

Tabela 9: Finančni kazalniki analiziranih družb

	ROA	ROE	POV
2012	0,71%	-0,19%	98,62
2013	1,94%	2,23%	138,39
2014	1,57%	1,33%	103,04

3.5 Rezultati preverjanja hipotez

Analiza, ki jo predstavljam v tem poglavju, vsebuje preverjanje treh hipotez, s katerimi skušam potrditi vzročno-posledične povezave, predstavljene v poglavju 3.1 z naslovom Utemeljitev hipotez.

Obstoj medsebojnega vpliva med spremenljivkami preverjam z bivariatno analizo oziroma natančneje z obstojem statistično značilnih korelacij med njimi. Pri komentiranju rezultatov, moč korelacij med spremenljivkami opišem glede na razvrstitve v Tabeli 10.

Tabela 10: Moč korelacije

Vrednost kor. koef.	Moč korelacije
$\pm 0,00 - 0,29$	Šibka
$\pm 0,30 - 0,69$	Srednja
$\pm 0,70 - 1,00$	Močna

Hipoteze potrjujem s korelacijami zato, ker z uporabo "pooled regresije" zaradi premajhnega vzorca in izpusta pomembnih spremenljivk nisem našel nobenega statistično značilnega koeficienta.

Pred predstavitvijo rezultatov analize na kratko še o kraticah, ki se pojavljajo v korelacijskih matrikah. Oznaka GS 5¹¹ predstavlja kvaliteto korporativnega upravljanja v petstopenjskem modelu v letu 2011, GS 3¹² pa kvaliteto korporativnega upravljanja, ocenjeno na podlagi trostopenjskega modela v letu 2012.

Črka "p", ki se pojavlja v prvem stolpcu vsake korelacijske matrike, predstavlja točno stopnjo značilnosti korelacijskega koeficienta, katerega višina je navedena vsakokrat vrstico višje s poudarjenim taksom in znakom "*", ki označuje, da gre za statično značilno korelacijo med spremenljivkami.

H1: Večje družbe so boljše upravljane.

V okviru prve hipoteze preverjam, ali za slovenske delniške družbe, zajete v analizo, velja, da je kvaliteta korporativnega upravljanja odvisna od velikosti podjetja, kakor to navajajo ugotovitve različnih avtorjev.

Iz Tabele 11 je razvidno, da večje družbe dejansko v večji meri sledijo načelu "spoštuj ali pojasni" oziroma imajo kvalitetnejše korporativno upravljanje. Izmed štirih spremenljivk, ki merijo velikost podjetja, sta dve statistično značilni in sicer višina sredstev (SRED) in kapitala (KAP) družb. Ti spremenljivki skozi vsa tri leta (razen pri sredstvih v letu 2012, kjer je stopnja značilnosti $p = 0,069$) kažeta srednje močno in pozitivno statistično značilno korelacijo med velikostjo podjetja in spoštovanjem Kodeksa.

Zgoraj omenjena povezava se pojavi samo v petstopenjskem modelu (GS 5) ocenjevanja kvalitete korporativnega upravljanja. Kot je bilo predstavljeno v pregledu literature, različni avtorji ugotavljajo enako povezavo, namreč da velikost podjetja pozitivno vpliva na kvaliteto korporativnega upravljanja v podjetju. Izhajajoč iz te predpostavke in boljše pojasnjevalne moči petstopenjskega modela lahko zaključimo, da so za potrebe dokazovanja omenjene povezave splošna in omejena pojasnila, ki veljajo za nekvalitetna, boljše kot nikakršna oziroma neveljavna pojasnila.

V trostopenskem modelu so namreč splošna in omejena pojasnila, ki veljajo za nekvalitetna, "vredna" nič točk, medtem ko v petstopenjskem eno oziroma dve točki. Takšna pojasnila pa med družbami, zajetimi v analizi, predstavljajo kar dobrih 65 odstotkov vseh pojasnil odstopanj od priporočil Kodeksa.

Tabela 11: Korelacijska matrika (GOVSCORE in VELIKOST) s statističnim značilnostmi

	GS 5 ¹¹	GS 3 ¹¹	GS 5 ¹²	GS 3 ¹²	GS 5 ¹³	GS 3 ¹³
SRED ¹¹	0,48*	0,35				
p	0,032	0,125				
KAP ¹¹	0,50*	0,36				
p	0,023	0,115				
ZAP ¹¹	0,38	0,31				
p	0,099	0,178				
PRIH ¹¹	0,22	0,15				
p	0,355	0,524				
SRED ¹²			0,41	0,26		
p			0,069	0,264		
KAP ¹²			0,45*	0,30		
p			0,049	0,197		
ZAP ¹²			0,39	0,26		
p			0,088	0,271		
PRIH ¹²			0,16	0,10		
p			0,499	0,683		
SRED ¹³					0,44*	0,35
p					0,047	0,124
KAP ¹³					0,46*	0,39
p					0,034	0,083
ZAP ¹³					0,37	0,28
p					0,096	0,222
PRIH ¹³					0,16	0,13
p					0,499	0,565

*Korelacija je statistično značilna pri stopnji 0,05

H2: Državno lastništvo ima negativen vpliv na kvaliteto korporativnega upravljanja v družbi.

Vpliv državnega lastništva na poslovanje slovenskih družb je izredno velik, saj imamo največji delež večinskega državnega lastništva med evropskimi OECD članicami glede na BDP. Kot je bilo v poglavju 1.4.2 prikazano, raziskave kažejo, da je višji delež državnega lastništva povezan s slabšim korporativnim upravljanjem družb. Rezultate preverjanja te povezave za 22 v analizo zajetih družb predstavljam v Tabeli 12.

Na podlagi rezultatov, predstavljenih v Tabeli 12, ne morem potrditi druge hipoteze, ki pravi, da so družbe z višjim lastniškim deležem države slabše upravljana. Podatki namreč kažejo ravno nasprotno povezavo, da podjetja z večjim deležem državnega lastništva

dosegajo večje število točk skladnosti s Kodeksom, torej imajo kvalitetnejše korporativno upravljanje.

Tabela 12: Korelacijska matrika (GOVSCORE in %DRŽAVA) s statističnimi značilnostmi

	%DRŽAVA ¹¹	%DRŽAVA ¹²	%DRŽAVA ¹³
GS 5 ¹¹	0,55*		
p	0,015		
GS 3 ¹¹	0,51*		
p	0,027		
GS 5 ¹²		0,44	
p		0,061	
GS 3 ¹²		0,44	
p		0,058	
GS 5 ¹³			0,51*
p			0,022
GS 3 ¹³			0,53*
p			0,017

*Korelacija je statistično značilna pri stopnji 0,05

Rezultate, ki niso skladni z pričakovanji in dognanji obstoječih raziskav, gre verjetno v primeru tretje hipoteze pripisati dejstvu, da so državna podjetja, zajeta v raziskavo, večja in zaradi tega, kot je bilo predstavljeno v prvi hipotezi, dosega večje število točk spoštovanja Kodeksa.

To domnevo preverim in rezultate predstavim v Tabeli 13. Kot je razvidno iz tabele, lahko domnevo delno potrdimo, saj se spremenljivki višine sredstev in kapitala relativno dobro prilegata deležu državnega lastništva. Korelacijski koeficienti so v vseh letih srednje močni s šibko statistično značilnostjo koeficientov.

Tabela 13: Korelacijska matrika (VELIKOST in %DRŽAVA) s statističnimi značilnostmi

	%DRŽAVA ¹¹	%DRŽAVA ¹²	%DRŽAVA ¹³
SRED ¹¹	0,42		
p	0,072		
KAP ¹¹	0,45		
p	0,053		
ZAP ¹¹	0,11		
P	0,663		
PRIH ¹¹	0,23		

se nadaljuje

Tabela 13: Korelacijska matrika (VELIKOST in %DRŽAVA) s statističnimi značilnostmi (nad.)

p	0,347		
SRED ¹²		0,41	
p		0,081	
KAP ¹²		0,44	
p		0,058	
ZAP ¹²		0,10	
p		0,677	
PRIH ¹²		0,21	
p		0,398	
SRED ¹³			0,39
p			0,085
KAP ¹³			0,43
p			0,057
ZAP ¹³			0,11
p			0,637
PRIH ¹³			0,19
p			0,413

*Korelacija je statistično značilna pri stopnji 0,05

H3: Družbe z boljšim korporativnim upravljanjem imajo boljše poslovne rezultate

V nadaljevanju preverjam tretjo hipotezo, ki predvideva obstoj pozitivne povezave med kvaliteto korporativnega upravljanja in uspešnostjo družbe.

Na podlagi izračunanih koeficientov korelacije in pripadajočih statističnih značilnosti, prikazanih v Tabeli 14, zaključujem, da spoštovanje Kodeksa upravljanja javnih delniških družb nima vpliva na kazalce uspešnosti v analizo vključenih javnih delniških družb, zato zavrnem hipotezo. Moč koeficientov korelacije med spremenljivkami je namreč šibka, statistično neznačilna in povečini dosega celo nasproten predznak, kot je bil predviden.

Razlog za statistično neznačilne rezultate korelacij med spremenljivkami, ki merita nivo spoštovanja Kodeksa, in čisto donosnostjo sredstev ter kapitala, je verjetno dejstvo, da podjetja, zajeta v analizo, delujejo v različnih panogah (farmacija, trgovina na drobno, transport ...), ki se med seboj razlikujejo v dobičkonosnostih. Drugi razlog, ki je skupen vsem trem hipotezam, je neresničnost izjav oziroma nerazumevanje določil Kodeksa s strani družb. Ta vidik bo med drugimi podrobneje predstavljen v podpoglavju 2.6.2 z naslovom "Omejitve raziskave".

Tabela 14: Korelacijska matrika (USPEŠNOST PODJETJA in GOVSCORE) s statističnim značilnostmi

	GS 5 ¹¹	GS 3 ¹¹	GS 5 ¹²	GS 3 ¹²	GS 5 ¹³	GS 3 ¹³
ROA ¹²	-0,01	0,05				
p	0,957	0,845				
ROE ¹²	-0,10	-0,02				
p	0,689	0,928				
POV ¹²	-0,30	-0,24				
p	0,213	0,321				
ROA ¹³			0,00	0,10		
p			0,995	0,679		
ROE ¹³			-0,06	0,03		
p			0,808	0,888		
POV ¹³			-0,19	-0,10		
p			0,433	0,681		
ROA ¹⁴					-0,22	-0,14
p					0,333	0,540
ROE ¹⁴					-0,22	-0,11
p					0,330	0,647
POV ¹⁴					0,05	0,08
p					0,852	0,741

Razlog za statistično neznačilne rezultate bi poleg zgoraj omenjenih razlogov lahko bil tudi nizko likviden delniški trg v Sloveniji.

3.6 Omejitve raziskave

V tem poglavju predstavim omejitve opravljene raziskave oziroma razloge, zakaj rezultati analize večinoma ne potrjujejo hipotez, kot je bilo pričakovati glede na raziskave tujih avtorjev. Razloge v grobem razdelim na tri dele.

Največja omejitev analize je majhno število podatkov in uporaba korelacij namesto regresijskega modela. Naj omenim, da sem poskušal s pooled regresijo testirati hipoteze, vendar so bili modeli v celoti neznačilni. Da bi ugotovil, ali za slovenske javne delniške družbe vendarle obstajajo s strani tujih avtorjev ugotovljene povezave glede kvalitete korporativnega upravljanja, sem se lotil iskanja statistično značilnih korelacij med spremenljivkami, predpostavljenimi v hipotezah.

Druga dva razloga se nanašata na vhodne podatke, ki so bili pridobljeni oziroma izračunani za izvedbo analize. Pri prvem problemu izhajajo iz nezmožnosti njihove pridobitve, pri drugem pa iz njihove nezanesljivosti.

Posredno lastništvo države in finančni podatki

Druga omejitev raziskave se nanaša na neoptimalne vhodne podatke za dokazovanje druge in tretje hipoteze.

Neoptimalnost vhodnih podatkov za dokazovanje druge hipoteze izhaja iz tega, da je lastniški delež države v analiziranih družbah merjen skozi neposredno lastništvo države ter paradržavnih skladov KAD, SOD, SDH in DUTB. Upoštevani pa niso posredni državni deleži preko drugih podjetij v celotni lastniški verigi, saj pridobitev teh podatkov ni bila mogoča, kar kaže na slabosti v vodenju državnih evidenc, oziroma na pomanjkanje transparentnosti. Iz tega sledi, da je dejanski delež državnega lastništva podcenjen, saj ne upošteva posrednega lastništva države in paradržavnih skladov skozi celotno lastniško verigo.

Za dokazovanje tretje hipoteze, podatki, ki merijo uspešnost podjetja, niso panožno prilagojeni. Iz tega naslova se izgubi nekaj pojasnjevalne moči vpliva med spremenljivkami, saj je izpuščen vpliv dobičkonosnosti panog, ki se med podjetji razlikuje. Enako kot velja za podatke o posrednem lastniškem deležu države, tudi tukaj pridobitev optimalnih podatkov ni bila možna.

Neresničnost izjav oziroma nerazumevanje priporočil Kodeksa

Glede na to, da ta omejitev raziskave vpliva na preverjanje vseh hipotez, zastavljenih v magistrskem delu, v nadaljevanju podrobneje predstavim ugotovitve raziskav o verodostojnosti izjav o upravljanju glede treh načel, katera je bilo mogoče preverjati na podlagi javno dostopnih informacij. Prvo raziskavo, ki jo citiram, sta opravili Pregelj & Čok (2012) in preverja verodostojnost izjav 10 družb prve kotacije v letu 2011 glede treh načel.

Načelo 4.2. KUJDD določa, da: "Družba spodbuja vse večje delničarje /.../, da javnost seznanijo s svojo politiko upravljanja v družbi /.../ Šteje se, da je družba pozvala delničarje skladno s tem priporočilom, če je poziv del sklica skupščine". V izjavah o upravljanju je samo ena družba izražala odstopanje od tega načela. Podrobnejši pregled objavljenih sklicev skupščin v letu 2011 pa je pokazal, da sta samo dve od devetih družb, ki niso izražale odstopanja od načela, dejansko pozvali delničarje skladno z načelom 4.2. To pomeni, da sedem od devetih družb ni razkrilo vseh odstopanj glede tega načela (Pregelj & Čok, 2012).

Načelo 5.2. KUJDD se nanaša na javno objavo informacij o zbiranju pooblastil za glasovanje na skupščini. Od desetih družb je samo ena izjavljala odstopanje od tega načela, torej je devet od desetih družb izjavljalo spoštovanje omenjenega priporočila dobre prakse. Podroben pregled (Pregelj & Čok, 2012) informacij, ki jih mora objava vsebovati, pa kaže dosti višji nivo odstopanj družb od tega načela. Število družb, ki je dejansko razkrivalo posamezne priporočene informacije v objavi o zbiranju pooblastil, je bilo naslednje:

- seznam pooblaščenecv (4/10),
- kontaktni podatki pooblaščenecv (5/10),
- rok, do katerega je treba pooblastila oddati (5/10),
- obrazec pooblastila (10/10),
- stroški nastali v zvezi z zbiranjem pooblastil (0/10)

Načelo 5.10. KUJDD določa, da: "V objavi informacij o izvedeni skupščini družba poleg zakonsko zahtevanih informacij jasno identificira pet, na skupščini prisotnih ali zastopanih največjih delničarjev družbe, ter za vsakega takšnega delničarja število njegovih delnic in število njegovih glasovalnih pravic". Pregelj & Čok (2012) sta ugotovili, da za leto 2011 ena izmed desetih družb tega podatka v javni objavi o sklepih skupščine ne razkriva, kljub temu da so vsa podjetja izražala spoštovanje tega načela.

Tudi raziskava ZNS (2014), kjer so opravljali pregled izjav o upravljanju vseh javnih delniških družb glede načela 9, ki priporoča samoocenjevanje nadzornega sveta, kaže razlike med tem, kar družbe izjavljajo, in dejanskim stanjem (ZNS, 2015).

Sodeč po raziskavah, ki se dotikajo tretje omejitve raziskave, je torej vidno, da obstaja razlika med tem, kaj podjetja izjavljajo, in tem, kakšno je dejansko stanje. Predvidevamo lahko, da podjetja v želji po čim večji usklajenosti s priporočili dobre prakse, zajetih v KUJDD, pogosto objavljajo neresnične informacije ali pa preprosto ne razumejo povsem, kaj posamezno načelo nalaga. Težava, ki se pojavlja v praksi, je (ZNS, 2015, str.23), da je preverjanje vsebine izjav in navajanje razlogov za odstopanje izključno v rokah delničarjev, ti pa te pravice ne izkoristijo.

Zaradi tretje omejitve raziskave so vhodni podatki, ki sestavljajo kazalec kakovosti korporativnega upravljanja (GOVSCORE), nagnjeni k nezanesljivosti. Kakšna je stopnja te nezanesljivosti, žal ni mogoče preveriti, saj vsi podatki, potrebni za to sodbo, niso javno dostopni. Preverjanje tistih podatkov, ki so javno dostopni, pa kaže na dokaj velika odstopanja med tistim, kar družbe objavljajo, in dejanskim stanjem upravljanja družbe.

RAZPRAVA

Slovensko gospodarstvo, ki ima najvišji delež državnega lastništva med evropskimi OECD članicami, se duši pod težo visokega deleža državnega lastništva. Zaradi dodatnih izzivov pri upravljanju družb, ki se pojavljajo ob solastništvu države v širšem smislu, je transparenten in kvaliteten sistem korporativnega upravljanja za slovensko gospodarstvo še toliko bolj pomemben.

Vendar visoka raven transparentnosti izjav o upravljanju kot pogoj za učinkovito delovanje načela "spoštuj ali pojasni" v Sloveniji ne obstaja zaradi nizke ravni verodostojnosti izjav kot potrebnega pogoja. Netransparentnost izjav o upravljanju ima za posledico, da razpršeni delničarji ne upoštevajo izjav o upravljanju družb, saj nimajo ne časa ne znanja, da bi se spuščali v preverjanje verodostojnosti izjav, oziroma v ugotovitev, kakšno je dejansko stanje korporativnega upravljanja v posamezni družbi. Zaradi tega načelo "spoštuj ali pojasni" v Sloveniji ne deluje optimalno oziroma deluje slabo, kar povzroča gospodarsko škodo, saj onemogoča nadaljnji razvoj finančnega sistema v Sloveniji.

Dodatni problem, ki se pojavlja pri izjavah o upravljanju po načelu "spoštuj ali pojasni", je tudi nivo kvalitete pojasnil, ki jih družbe navajajo, ko ne spoštujejo posameznih načel kodeksov. Samo ena tretjina pojasnil je namreč praviloma specifičnih, kar velja tudi za družbe zajete v analizo v empiričnem delu magistrskega dela. Drugače povedano samo eno od treh pojasnil odstopanj od priporočenih najboljših praks korporativnega upravljanja, ki jih družbe izjavljajo, je skladno z duhom načela "spoštuj ali pojasni". Namen izjav o upravljanju po omenjenem načelu ni spoštovanje vseh načel Kodeksa, ampak navajanje specifičnih razlogov zakaj posamezno načelo ni bilo spoštovano in kako je podjetje z alternativno prakso sledilo namenu, ki ga posamezno načelo želi doseči.

Veljalo bi razmisliti o agenciji, ki bi preverjala resničnost izjav o upravljanju družb ali pa bi se to preverjanje opravilo v sklopu obvezne letne revizije računovodskih izkazov, kot je to urejeno recimo na Švedskem. Prvi pogoj, ki bi moral biti zadoščen za ustrezno preverjanje izjav o upravljanju na ta način, je neodvisnost tistih, ki preverjajo od tistih, ki so predmet preverjanja. Gotovo bi ta ukrep povečal stroške preverjanja resničnosti izjav o upravljanju in njihovega sestavljanja, vendar bi jih dobrobiti iz tega naslova odtehtale. Kar govori posebej v prid temu ukrepu.

Nujnost uvedbe preverjanja resničnosti izjav o upravljanju z namenom dviga njihovih transparentnosti je še posebej pomembna za Slovenijo, saj nimamo močnih in aktivnih institucionalnih lastnikov, ki imajo resurse in motivacijo za dvig kvalitete korporativnega upravljanja. Preverjanje resničnosti izjav o upravljanju in možnost nalaganja sankcij za neresnične izjave bi bil s postopno nadaljnjo privatizacijo idealen recept za dvig kakovosti

korporativnega upravljanja, kar bi naredilo naš finančni sistem bolj mednarodno konkurenčen in s tem zanimiv za tuja vlaganja.

Ponavadi malo denarja kupi nizko kvaliteto blaga oziroma storitve. To velja tako za vire, zagotovljene za preverjanje in sestavo izjav o upravljanju, kakor tudi za raziskave, narejene na področju kvalitete korporativnega upravljanja. V sistemu "spoštuj ali pojasni" ni najprimerneje delati raziskave po sistemu podeljevanja kljukic za spoštovanje posameznih določil kodeksa, saj so podjetja heterogene entitete in spoštovanje vseh določil kodeksa za podjetja marsikdaj ni optimalna izbira. To še posebej velja za majhne delniške družbe, za katere več priporočil najboljših praks ni uporabljivih in so tako v rigidnem sistemu raziskovanja še dodatno neupravičeno kaznovane. Glede na to, da se slovenske družbe v evropskem merilu težko uvrščajo med večje družbe, je fleksibilen sistem raziskovanja pri nas še toliko bolj primeren.

Ocenjevanje kvalitete razkritij, kjer podjetja ne spoštujejo načel, je povezano z višjimi stroški raziskav in s subjektivnostjo ocene raziskovalca, vendar se ta nivo subjektivnosti s pomočjo točno določene definicije, kakšen je posamezen nivo razkritja, lahko spravi na zanemarljivo nizko raven.

LITERATURA IN VIRI

1. Abels, P. & Martelli, J. (2013). "CEO duality: how many hats are too many?", *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 13(2), 135 – 147.
2. Agencija za trg vrednostnih papirjev (2015). Seznam javnih družb. Najden 25. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=93>
3. Albu, C. & Girbina, M. (2015). Compliance with corporate governance codes in emerging economies. How do Romanian listed companies "comply-or-explain". *Corporate Governance*, 15(1), 85 – 107.
4. Arcot, S. & Bruno, V. (2007). One size does not fit all, after all: Evidence from Corporate Governance. 1st annual conference on empirical legal studies. Austin: University of Texas School of Law.
5. Bajuk, J., priredila Dimitrič, I. (b.l.). Priročnik za člane nadzornih svetov in upravnih odborov. Najdeno 05. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.zdruzenjens.si/db/doc/upl/bajuk__dimitric_upravljanje_druzbo.pdf
6. Becht, M., Bolton, P. & Roell, A. (2002). Corporate Governance and Control, ECGI Working paper. *Series in Finance No 02/2002*. Bruselj: European corporate governance institute.
7. Berle, A. & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
8. Bertrand, M. & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *MIT Sloan*, No. 4280-02. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology.
9. Bezemer, P.J. , et al. (2012). The changing role of the supervisory board chairman: the case of the Netherlands (1997–2007). *Journal of Management & Governance* 16 (1), 37-55.
10. Bezemer, P.J., Peij, S., De Kruijs, L. & Maassen, G. (2014). How two-tier boards can be more effective. *Corporate Governance*, 14(1), 15-31.
11. Black, B. (2001). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. *Emerging Markets Review* 2(2), 89-108.
12. Black, B., Love, I. & Rachinsky A. (2005). Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. *Emerging Markets Review* 6(7), 361-379.
13. Bohinc, R. (2001). *Korporacijsko upravljanje ZDA, Europa, Slovenija*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
14. Bohinc, R. (2014). Sodelovanje delavcev pri upravljanju - razlaga in uporaba pravnih pravil v praksi. Najdeno 12. februarja na spletnem naslovu www.delavska-participacija.com/priloge/1890-1.docx
15. Buchanan, J. & Stubblebine C. (1962). Externality. *Economica, New Series*, 29(13), 371-384.

16. Cadbury Report (1992). The Financial Aspects of Corporate governance. Najdeno 29. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>
17. Cheffins, B. (2012). The history of corporate governance. *Oxford University Press*, Paper No. 54/2011.
18. Chhaochharia, V. & Grinstein, Y. (2005). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules. *Journal of Finance*, no. 62, 1789-1825.
19. Coase, R.H. (1937). The nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
20. Demsetz, H. (1976). Toward a theory of a property rights. *The American Economic Review*, 57(2).
21. Domadenik, P. (2015). Corporate governance and productivity in state owned firms in Slovenia. *The role of political connectedness. State-owned/state-controlled enterprises in Slovenia and privatisation international conference*. Ljubljana: GZS.
22. Domadenik, P., Prašnikar, J., & Svejnar, J. (2014). Legal Corruption, Politically Connected Corporate Governance and Firm Performance. *Cgeg-Cdep Working Paper Series*, No. 12. New York: Columbia.
23. Donaldson, L. & Davis, J. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-63.
24. Durnev, A. & Kim, H. (2005) To steal or not to steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.
25. Riskmetric (2009). EU study on monitoring and enforcement Practices in Corporate Governance in the member states (2009). Najdeno 26. novembra 2015 na spletnem naslovu: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf
26. ECGI (2016). Index of codes. Najdeno 28. avgusta 2016 na spletnem naslovu: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php
27. European Corporate Governance forum (2006). Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle. Najdeno 29. decembra 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf
- Evropska Komisija (2002, januar). *Comparative Study of corporate governance codes relevant to the EU and its member states*. Bruselj: Evropska komisija.
28. Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
29. Forbes (2013, 6. oktober). Raising the Bar With a New Corporate Governance Index? Najdeno 2. februarja 2014 na spletnem naslovu <http://www.forbes.com/sites/dinamedland/2013/10/06/raising-the-bar-with-a-new-corporate-governance-index>
- Furubotn, E. & Pejovich, S. (1972). Property rights and economic theory. *Journal of Economic Literature*, 10(4), 1137-1162.
30. Franck, P., Sundgren, S. (2012) "Determinants of internal governance quality: evidence from Sweden". *Managerial Auditing Journal*, 27(7), 639 – 665.

31. GZS (2015). *Vpliv podjetij v državni lasti v slovenskem gospodarstvu in analiza stroškov državnega premoženja*. Ljubljana: Gospodarska zbornica Slovenije.
32. GZS (2016). *Kodeks upravljanja za nejavne družbe*. Ljubljana: Gospodarska zbornica Slovenije.
33. Himmelberg, C., Hubbard, G., Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
34. Hossain, M., Perera, M.H.B. and Rahman, A.R. (1995). Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand companies. *Journal of International Financial Management*, 6(1), 69-87.
35. Jensen, M.C. & Means, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(1), 305-360.
36. Kaldor, N. (1934). A classificatory note of the determinateness of equilibrium. *Review of Economic Studies*, 1(2), 122-136.
37. Knap, R. & Prijović, I. (2015). *Poročilo o analizi skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb v Sloveniji za obdobje 2011-2014*. Ljubljana: Združenje nadzornikov Slovenije.
38. Kodeks upravljanja javnih delniških družb (2009). Najdeno 3. novembra 2015, na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8179>
39. Kolvenback, W. (1989). EEC Company Law harmonization and worker participation. *University of Pennsylvania Journal of International Business Law*, 11(4), 709-788.
40. Kovač, B. (1994). *Prispevki k politični ekonomiji (predavanja in seminarji)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
41. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev (b.l.). Najdeno 14. aprila 2016 na spletnem naslovu <https://www.ljse.si/>
42. Lodewijk, O.P. (2011, 21. november). The world's first stock exchange. *PhD thesis*. Najdeno 12. septembra 2014 na spletnem naslovu <http://dare.uva.nl/document/2/85961>
43. Maher, M. & Andersson, T. (1999). *Corporate governance: effects on firm performance and economic growth*. Pariz: OECD.
44. NYSE (2014). *Corporate Governance Guide*. New York: New York Stock Exchange.
45. Obrazložitev načel kodeksa upravljanja javnih delniških družb (2009). Najdeno 27. novembra 2015 na spletnem naslovu http://www.ljse.si/media/Attachments/Izdajatelj/Kodeks_obrazlozitev_nacel_8.12.2009_new.pdf
46. OECD (2004). *Načela korporativnega upravljanja*. Ljubljana: OECD.
47. Post, J., Preston, L. & Sachs, S. (2002). *Redefining the corporation*. Stanford: Stanford University Press.
48. Pregelj, M. & Čok, S. (2012). *Analiza razkritij odstopanj v izjavah o skladnosti s Kodeksom*. Ljubljana: Ljubljanska borza d.d.

49. Puharič, K., et al. (2007). *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1)*. Ljubljana: GV Založba.
50. Samaha, K., et al. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting*, 28(1), 168-178.
51. Standardna klasifikacija dejavnost (SKD). Najdeno 2.januarja.2016 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/klasje/tabela.aspx?cvn=5531>.
52. Stražišar, B. (2008). *Poslovno pravo*. Ljubljana: Ministrstvo za šolstvo in šport.
53. Štampar, A. (2005, 6. december). Pravna narava kodeksa upravljanja javnih delniških družb. *Finance*. Najdeno 1. Julija 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/139211>
54. UNCTAD (2006). *Corporate governance disclosure*. New York in Ženeva: United Nations.
55. Yan, L. & Salterio, S. (2014). Governance Quality in a "Comply or Explain" Governance Disclosure Regime. *Corporate Governance: An International Review*, 22(6), 460-48.
56. Tricker, et al. (2012). *The Sage Handbook of Corporate Governance*. Sage Publications.
57. Wilkes, P. (2004). Corporate governance and measuring performance. *Measuring Business Excellence*, 8(4), 13-16.
58. World Bank Group(2000). *Corporate Governance: A Framework for Implementation*. Washington: World Bank Group.
59. World Bank Group (2014). *Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Toolkit*. Washington: World Bank Group.
60. Zakona o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2). *Uradni list RS* št. 117/2006
61. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). *Uradni list RS* št. 42/06.
62. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP). *Uradni list RS* št. 13/2014, 10/2015 popr., 27/2016, 31/2016.
63. Zeihofer, N. & Đogić, M. (2014). *Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju (ZSDU) – uresničevanje zakona*. Ljubljana: Državni zbor.
64. ZNS (2013). *Smernice za delovanje upravnih odborov*. Ljubljana: Združenje nadzornikov Slovenije.
65. ZNS (2014). *Samooценjevanje NS in UO v Sloveniji-pregled razkritij*. Ljubljana: Združenje nadzornikov Slovenije.