

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

Simona Stipič

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**SISTEMI UPRAVLJANJA PODJETIJ IN NJIHOV VPLIV
NA PRIČAKOVANJA UDELEŽENCEV**

Krško, december 2006

Simona Stipič

IZJAVA

Študentka Simona Stipič izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Vlada Dimovskega. Skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OPREDELITEV UPRAVLJANJA PODJETIJ	5
1.1 Pojem upravljanja podjetij	5
1.1.1 Razvoj upravljanja podjetij	8
1.1.2 Temeljne značilnosti in namen sistemov upravljanja	9
1.1.2.1 Namen sistemov upravljanja.....	9
1.1.2.2 Okolje sistemov upravljanja	13
1.2 Sistemi upravljanja podjetij	15
1.2.1 Notranji in zunanji sistem upravljanja podjetij	15
1.2.1.1 Zunanji sistemi upravljanja.....	17
1.2.1.1.1 Ameriški sistem	21
1.2.1.1.2 Angleški sistem	22
1.2.1.2 Notranji sistemi upravljanja	24
1.2.2 Kombinirani sistemi upravljanja.....	29
1.2.3 Enotirni in dvotirni sistem upravljanja podjetja	30
1.2.3.1 Enotirni sistem upravljanja	31
1.2.3.2 Dvotirni sistem upravljanja	32
1.3 Dejavniki razvoja sistemov upravljanja	35
1.3.1 Zakonska ureditev.....	36
1.3.2 Konkurenčnost narodnega gospodarstva	40
1.3.3 Kodeksi upravljanja podjetij.....	41
1.3.4 Drugi.....	46
1.3.4.1 Informacije.....	47
1.3.4.2 Teorija agenta	50
1.3.4.2.1 Agentska razmerja.....	52
1.3.4.2.2 Možnost kontrole.....	53
1.3.4.3 Teorija zaupništva	54
1.3.4.3.1 Značilnosti teorije zaupništva	55
1.3.4.3.2 Prednosti zaupniške teorije	57
1.3.4.3.3 Etika managerjev	58
1.3.4.4 Razlike med zaupniško teorijo in teorijo agenta.....	58
1.4 Posebnosti sistemov upravljanja	60
1.4.1 Upravljanje skupin gospodarskih družb	60
1.4.2 Sistemi upravljanja evropske delniške družbe.....	62
1.4.3 Sistemi upravljanja podjetij v državni lasti	62
2 PRIČAKOVANJA UDELEŽENCEV	63
2.1 Udeleženci podjetniškega okolja	67
2.1.1 Konflikti interesov pri upravljanju družbe.....	71
2.1.2 Deležniki	75
2.1.2.1 Zaposleni in dilema soupravljanja	75
2.1.2.2 Investitorji	79
2.1.2.3 Managerji	81
2.1.2.3.1 Managerska in lastniško-nadzorna funkcija	82
2.1.2.3.2 Dilema postati agent ali zaupnik	84
2.1.2.3.3 Etika managerjev	86
2.2 Koristi in stroški ločitve lastništva in upravljanja	90
2.2.1 Dolžnosti članov uprave in nadzornega sveta	91

2.2.2	Sistemi nadzora	92
2.2.3	Sistemi odločanja	92
2.2.4	Moč delničarjev	92
2.2.5	Stečajno pravo.....	92
2.2.6	Sistemi nagrajevanja	93
2.2.7	Kapitalska sestava	93
2.2.8	Koncentracija lastništva	93
2.2.9	Kreditorska sestava	94
2.2.10	Kapitalski trg.....	94
2.2.11	Trg managerskih storitev	94
2.2.12	Konkurenca na trgu produktov in storitev	94
2.2.13	Zunanji nadzorniki in regulatorji.....	94
2.3	Kazalniki pričakovanj udeležencev	95
2.3.1	Upravljanje s tveganji.....	96
2.3.2	Vrednost delnice	98
2.3.3	Ekonomska dodana vrednost - EVA.....	101
2.3.3.1	Opredelitev ekonomske dodane vrednosti.....	101
2.3.3.2	Uporabnost modela EVA	104
2.3.4	Donos na investicijo (ROI)	105
2.3.4.1	Pravne institucije in donos na investicijo.....	106
2.3.4.2	Disciplina kapitalskega trga in ROI.....	108
2.4	Udeleženci v raziskavah o sistemih upravljanja.....	108
3	PRIMER SISTEMA UPRAVLJANJA PODJETIJ V POSLOVNEM SISTEMU »F«	111
3.1	Sistemi upravljanja v Sloveniji.....	112
3.1.1	Stanje v Sloveniji.....	112
3.1.2	Temeljni vplivi na sistem upravljanja v Sloveniji	114
3.1.3	Usmeritve sistemov upravljanja v Sloveniji	117
3.2	Primer poslovnega sistema »F«.....	119
3.2.1	Organizacijska struktura	120
3.2.2	Ločitev lastniške in managerske funkcije.....	123
3.2.3	Sistem upravljanja v »F« avtu	124
3.2.3.1	Struktura upravljanja	125
3.2.3.2	Postopek.....	131
3.2.3.3	Pričakovanja lastnikov.....	133
SKLEP	135
LITERATURA	137
Viri	143

KAZALO SLIK

Slika 1.1: Okolje sistemov upravljanja.....	13
Slika 1.2: Angleški sistem upravljanja podjetij	23
Slika 1.3: Enotirni sistem upravljanja.....	31
Slika 1.4: Dvotirni sistem upravljanja podjetij	32
Slika 1.5: Informacijska zveza med nadzornim svetom in upravo	33
Slika 1.6: Discipline managementa v sistemu upravljanja	46
Slika 1.7: Vloge odbora in zahteve po informacijah	48
Slika 1.8: »Best Practice« - poročanje odboru.....	49
Slika 2.1: Ekosistem moči.....	69
Slika 2.2: Drevo odločitve managerjev	89
Slika 2.3: Sprejemljivost tveganj	97
Slika 2.4: Podjetniška tveganja	97
Slika 2.5: Pomembnejši dejavniki vrednosti delnice.....	99
Slika 3.1: Ponazoritev temeljnih vplivov na sistem upravljanja in sistem v Sloveniji	115
Slika 3.2: Obstoječa organizacijska struktura poslovnega sistema »F«	121
Slika 3.3: Vizija organizacijske strukture poslovnega sistema »F«	122
Slika 3.4: Pristojnosti posameznih organov koncerna v skladu z ZGD-1:.....	129
Slika 3.5: Struktura primarnih in sekundarnih udeležencev »F AVTO«.....	130
Slika 3.6: Upravljanje in poslovanje v skupini povezanih družb	132

KAZALO TABEL

Tabela 1.1: Primerjava kodeksov	45
Tabela 1.2: Primerjava teorije agenta in zaupniške teorije.....	59
Tabela 2.1: Participacija zaposlenih v sistemih upravljanja po državah	76

UVOD

Sistem upravljanja podjetja je nadgradnja vodenja in obvladovanja gospodarske družbe, ki so jo ustanovili posamezniki ali druge družbe, ki so tako želeli zmanjšati transakcijske stroške. Ob povečanju vrednosti prvotnega vložka se porodi tudi vprašanje: Katera vrsta upravljanja je tako učinkovita in prispeva k izpolnitvi obljube subjektu, ki je investiral v pravno osebo in ki bo posledično pomenila tudi večje blagostanje za gospodarstvo, v katerem posluje? Kajti kakovost upravljanja podjetij (angl. »*corporate governance*«) je v svetovni areni postala eno izmed ključnih meril za odločitve v mednarodni konkurenci za investicijski kapital. McKinsey je leta 2004 v odmevni študiji dokazal, da so institucionalni investitorji pripravljeni plačati za delnice podjetja, ki imajo priznано dober sistem upravljanja, od 18 do 28 odstotkov dodatne premije, pri čemer je izpad premije toliko višji, kolikor nezanesljivejša je okolje vsakokratne pozicije investicije.

Danes je v svetu redko katera država, ki še ni razvila lastnih smernic sistema upravljanja in ki si na tem področju ne bi intenzivno prizadevala opredeliti jasnih pravil igre, in sicer za boljšo zaščito interesov delničarjev. Veliko držav je v zadnjih letih uvedlo več zakonskih sprememb na področju upravljanja družb. Te spremembe so predvsem odziv na nedavne škandale (npr. Enron) in sredstvo za povečanje konkurenčnosti gospodarskih družb.

Na podlagi napisanega in izkušenj se posledično pojavi vprašanje, kdo nosi odgovornost, na kakšen način se te odgovornosti zaveda in kdo nadzoruje njegovo delo. Ne glede na to, ali izhajamo iz vidika velikega ali majhnega oziroma srednje velikega podjetja, je temeljni pristop enak. Interesi udeležencev, med katere v prvi vrsti sodijo lastniki (delničarji), managerji in potencialni investitorji, so različni. Zaradi tega je treba ugotoviti, ali je mogoče voditi podjetje ob predpostavki ustreznega sistema upravljanja, in sicer tako, da so do sprejemljive mere izpolnjena pričakovanja vseh. Teme magistrskega dela sem se lotila, ker sem želela ugotoviti, kateri so instrumenti, ki omogočajo učinkovito ločitev lastništva in upravljanja.

Namen magistrskega dela je predstaviti pomen sistemov upravljanja podjetij kot dejavnik notranjega in zunanjega nadzora, ki posledično privede do učinkovitejšega poslovanja podjetja na vseh njegovih ravneh. Hkrati pa sta kumulativna učinka za tržno naravnano gospodarstvo večja konkurenčnost in močnejši položaj v procesu globalizacije.

Cilji mojega magistrskega dela so usmerjeni na analizo sistemov upravljanja podjetij in interese ter na pričakovanja posameznih udeležencev podjetij, proučevanje vplivov sistemov upravljanja podjetij na pričakovanja posameznih udeležencev podjetij z vidika ekonomske dodane vrednosti (EVA), vrednosti delnice (SHV) in donosa na investicijo (ROI), na opredelitev sistemov upravljanja podjetij in njihove značilnosti v državah z različno stopnjo tržne razvitosti ter ocenitev možnosti in smotrnosti aplikacije sistemov upravljanja podjetij na majhna in srednje velika podjetja.

Pri opredelitvi ciljev sem izhajala iz teze, da je mogoče sisteme upravljanja podjetij, razvite predvsem za raven velikih podjetij ob ločitvi managerske in lastniško-nadzorne funkcije, aplicirati na majhna in srednje velika podjetja. Razvit in uveljavljen sistem upravljanja podjetij vpliva na posamezne kazalnike (EVA, ROI), ki so osnovni za primarne udeležence podjetja - lastnike. Menim, da sistemi upravljanja podjetij vplivajo na spremembo drugih nadzornih mehanizmov v podjetju in da konkurenca spodbuja razvoj ter kakovost sistema obvladovanja podjetja. Ob tem mislim, da sistem upravljanja podjetij s spodbujanjem temeljnih vrednot tržne ekonomije v demokratičnem okolju oblikuje varovala pred korupcijo in slabim upravljanjem podjetij.

Pri proučevanju in pisanju magistrskega dela je uporabljenih več metod raziskovanja. Deduktivna metoda je uporabljena za spoznavanje dejstev, predvsem iz ekonomske in delno tudi pravne literature ter za prenos ključnih spoznanj o upravljanju podjetij v večjih družbah na majhna in srednje velika podjetja. Metoda primerjave med različnimi sistemi upravljanja je glede na različne tipe sistemov in več kodeksov nujna in je uporabljena tudi za primerjavo posameznih oblik sistemov in držav (glede na stopnjo razvoja), kjer prevladujejo posamezni sistemi

upravljanja. Zgodovinsko metodo sem uporabila za analize preteklega razvoja teorije zastopništva in zakonitosti trga, ki so privedle do nastanka sistemov upravljanja.

Magistrsko delo je razdeljeno na tri poglavja.

V prvem poglavju sem se usmerila na zgodovinska in teoretična spoznanja o sistemih upravljanja ter njihovi vlogi v učinkovitosti poslovanja podjetij glede na uveljavljanje posameznih tipov sistemov v določenih državah. Na primernost sistema vplivajo posamezni dejavniki in seveda posebnosti, med katerimi je ena tudi zgodovinski razvoj nekega gospodarstva. Sistemi upravljanja postopoma prehajajo tudi v države, ki so v tranziciji ali so jo pred kratkim končale, zato se mi zdi smiselno predstaviti tudi ta vidik.

V drugem poglavju so predstavljeni notranji in zunanji udeleženci podjetja, kjer bo poudarek predvsem na pričakovanjih oziroma interesih posameznikov, in sicer: lastnikov, potencialnih investorjev in managerjev. Glede na to, da je mogoče uresničitev pričakovanj udeležencev podjetja spremljati skozi več kazalnikov, sem se odločila za proučevanje nekaterih. Med drugim gre za osredinjenje na ekonomsko dodano vrednost, ki je pomembna za vse zgoraj navedene udeležence, donos na investicijo in nekatere druge.

V tretjem poglavju predstavljam svoje videnje o aplikaciji sistemov upravljanja na majhna in srednje velika podjetja na konkretnem primeru poslovnega sistema »F«. V večini primerov so sistemi upravljanja v uporabi v podjetjih, ki imajo jasno opredeljeno organizacijsko strukturo, iz katere izhaja jasno opredeljen sistem vodenja oziroma hierarhija. Izhajajoč iz prakse, je v majhnih in srednje velikih podjetjih vse pogostejši pojav ločevanja lastniško-nadzorne in managerske funkcije, kar posledično privede do vprašanja, kdo nadzoruje in kakšni so interesi udeležencev podjetja. Glede na svetovni pojav globalizacije na vseh življenjskih področjih, tako posameznikov kot podjetij, pa menim, da je treba prepoznati tudi vpliv globalizacije na sisteme upravljanja podjetij.

Kaj me je vzpodbudilo k temu, da sem za temo magistrskega dela izbrala sisteme upravljanja podjetij? Pravzaprav več razlogov, najprej vse več mladih uspešnih managerjev, ki brezglavo hitimo, in na drugi strani »tranzicijski podjetniki«, ki so začeli ustanavljanje podjetij takrat, ko je bilo to preprosto in poceni. Ne da je bil to recept za uspeh, še zdaleč ne, vendar so danes v fazi, ko morajo svoj uspeh deliti še z nekom. Pa ne v smislu delitve lastništva, čeprav morda tudi.

Gre za čas, ko se tri funkcije, združene v enem človeku, delijo na funkcijo lastnika, managerja in podjetnika. Ali pa se vsaj izloči managerska funkcija. Kaj se zgodi s podjetjem in predvsem z lastnikom podjetja v tej fazi? Ali lahko še tako dobra teorija o optimalnem sistemu upravljanja podjetij zataji? Težko ravnodušno pritrdimo, dejstvo pa je, da lahko zelo hitro izgubimo optimalno strukturo.

1 OPREDELITEV UPRAVLJANJA PODJETIJ

1.1 Pojem upravljanja podjetij

Pri prevodu izraza *corporate governance* sem naletela na več uporabljenih besednih zvez, ki jih več avtorjev poimenuje drugače, ker je razlaga o tem, kaj vse zajema vsebina posamezne besede, različna. Ob razmišljanju o tem, kaj želim proučevati in kaj vsebinsko razumem pod to besedno zvezo, sem se odločila, da izraz *corporate governance* prevedem kot sistem upravljanja podjetij. Ta prevod se mi je zdel glede na problematiko, ki je znotraj te besedne zveze obravnavana, najbolj smiseln.

Angleški izraz *corporate governance* smo v Sloveniji najprej uporabljali v dobesednem prevodu kot »vladanje podjetjem«, kar je bila najprej praksa tudi v Franciji (*le gouvernement de l'entreprise*) in Nemčiji (*Unternehmenskontrolle*) (Bratina, 2004, str. 22).

Naj najprej naštejemo najpogostejše izraze, ki jih uporabljamo v organizacijski vedi kot tisti, ki se v osnovi dotika neke gospodarske družbe kot organizacije.

V organizacijski vedi je po Kralju treba obravnavati posamezne pojme. Upravljanje kot razpolaganje z organizacijo, usmerjanje organizacije in nadziranje managerjev (managementa) v delovanju in izidih. Management kot poslovođenje in vodenje sodelavcev k izidom, izidi pa so podlaga za uresničevanje interesov udeležencev. Obvladovanje kot upravljanje in vodenje skupaj, čeprav je lahko poudarek na managerskem obvladovanju organizacije. Vladanje kot prevod za *governance* je najbrž manj primerno, čeprav bi bilo v določenih povezavah morda mogoče (Kralj, 2003a, str. 7-10).

Peklar *corporate governance* sloveni kot vladanje podjetju, ki je zmes kogentnih pravnih norm, lastne notranje ureditve in »ustaljene prakse« avtonomnega delovanja gospodarskih subjektov (Peklar, 2003, str. 17).

Corporate governance je moderen izraz za pojem, s katerim se podjetja srečujejo že desetletja - to je odgovornost. Na najbolj osnovni ravni gre za preverjanje, kako je oblikovan odnos zaupanega vodenja dnevnega managementa do deležnikov in drugih oskrbovalcev s finančnimi sredstvi; in ali ima organizacija ustrezno strukturo, ki bo lahko podprla odgovornost (Brooks, 1997, str. 1).

Zajčeva navaja, da sistem vodenja in upravljanja družb obravnava celoten niz pravnih, kulturnih in institucionalnih ureditev, ki določajo in uravnavajo delovanja javnih družb; kaj lahko družbe počnejo, kdo jih nadzira, kako se jih nadzira ter kako so porazdeljeni dobički in tveganja, ki nastanejo v obdobju obstoja družbe (Zajc, 2003, str. 13).

Besedna zveza *sistem upravljanja podjetij* vključuje razpravljanje o ustreznih managerskih in kontrolnih strukturah podjetij in pravilih, ki urejajo moč razmerij med lastniki, nadzornim svetom, managementom in ostalimi udeleženci, kot so: zaposleni, dobavitelji, porabniki in širša javnost. Namen sistema upravljanja je povečati dolgoročno vrednost podjetja za delničarje podjetja in druge partnerje.

Vsebina pojma *upravljanje podjetij* predstavlja zmes zakonskih določb upravljanja, vodenja in nadzora gospodarskih družb ter uveljavljenih standardov dobre prakse kot avtonomnih virov (Bratina, 2004, str. 22).

Upravljanje je tudi komuniciranje, kako se gospodarska družba predstavi širšemu svetu udeležencev: potencialnim investitorjem, zaposlenim, nadzornikom in drugim interesnim skupinam. Pomen komunikacije navzven narašča s širjenjem prek nacionalnih meja gospodarstva, z mednarodnim poslovanjem, zadolževanjem oziroma s financiranjem na globalnih kapitalskih trgih. Prav tako so tudi mednarodni investitorji postali vse bolj občutljivi pri zahtevah po informacijah in v odnosu do standardov upravljanja, ki ga od podjetij pričakujejo (Brooks, 1997, str. 2-10).

Sistem upravljanja je bolj koncept kot individualni instrument. Nanaša se na teme, kot so izboljšanje objave pomembne informacije, zaščita pravic delničarjev, podpiranje uskladitve interesov managerjev, delničarjev in udeležencev,

samostojnost nadzornih svetov in interne nadzore. Predpogoj za pravo učinkovitost sistema upravljanja je vključevanje drugih deležnikov, ravnovesje med ekonomskimi in socialnimi cilji ter skladnost posameznikov, podjetja in družbe (Müller, Kaspar, 2002, str. 14).

Upravljanje podjetij lahko izhodiščno opredelimo kot napore ponudnikov kapitala podjetjem, s katerimi si zagotovijo donos na svoje vložke (Shleifer, Vishny, 1996, str. 2). Upravljanju podjetij rečemo tudi ločevanje lastništva in kontrole (Shleifer, Vishny, 1996, str. 4). Nekateri razumejo sistem upravljanja podjetij kot sistem, na podlagi katerega se družba vodi in nadzira (Shelmerdine, Walter, 2001, str. 142). Učinkovitost sistema upravljanja določajo pravni in ekonomski vidiki.

Po opredelitvi OECD (1999, str. 1) je upravljanje podjetij interakcija med lastniki in managerji, in sicer pri nadzorovanju in usmerjanju podjetja. Po OECD (1999, str. 2) je upravljanje podjetij sistem usmerjanja in nadziranja korporacij. Struktura upravljanja podjetij določa porazdelitev pravic in odgovornosti med različnimi udeleženci v korporaciji, kot so uprava, delničarji in druge interesne skupine. Določa pravila in metode sprejemanja odločitev o korporacijskih zadevah. S tem določa tudi načine postavljanja ciljev podjetja, sredstva za doseganje ciljev in nadziranje uspešnosti.

Laznick in O'Sullivanova navajata, da se sistem upravljanja ukvarja z institucijami, ki vplivajo na načine, prek katerih gospodarske družbe alocirajo produkcijske vire in dosežke produkcijskega procesa. Sistemi upravljanja so za gospodarske družbe pomembni, ker tako onemogočajo kot »predpisujejo« strateške odločitve, ki se nanašajo na tipe investicij, ki naj bi jih podjetja izvršila, ter na delitev ustvarjenih donosov na investicijo (ROI) med udeležence. Sistemi upravljanja so pomembni tudi za narodno gospodarstvo in EU, saj se alokacija tako virov kot produktov odvija na večnacionalni ravni (Laznick, 1998, str. 2).

Kralj prevaja *corporate governance* kot korporacijsko upravljanje ali vladanje korporacij. Gre za skupek pravnih norm, ki določajo ravnanje članov upravljaljskega sestava in prakse delovanja gospodarskih subjektov. Je vrstni pojem, ki opredeljuje imenovanje in odpoklic uprave in nadzornega sveta (v dvotirnem sistemu

upravljanja podjetij), varovanje poslovnih skrivnosti, odškodninsko odgovornost članov uprave in nadzornega sveta, finančno poročanje itd. Enotirno (brez nadzornega sveta) ali dvotirno (z nadzornim svetom) upravljanje korporacije predstavlja vse pomembnejšo temo z vidika pravnih norm in uspešnosti korporacije, še zlasti zato, ker sistemi upravljanja lahko vplivajo na gospodarsko uspešnost korporacij (Kralj, 2003, str. 1).

Corporate governance je mogoče definirati na različne načine. V primerjalnopravni študiji na ravni EU so glede tega pojma zapisali, da vključuje mehanizme, po katerih je kapitalska družba vodena in nadzirana. Običajno zajema mehanizme glede odgovornosti managerjev korporacije za vodenje in storitve (Samec, 2003, str.14).

Sistem upravljanja gospodarskih družb je zgrajen na podlagi zakonskih pravil, ki mu le opredeljujejo prostor, s tem ko mu določajo meje. Narava gospodarskih družb je taka, da ne omogoča natančnejšega in s tem restriktivnega zakonskega urejanja. Preveč tesno zakonsko urejanje bi zato znatno omejilo prilagodljivost gospodarskih družb in njihovo zmožnost iskanja rešitve, ki jim v konkretnih okoliščinah omogoča rast in razvoj. To je slabo za gospodarsko družbo, njene delničarje in vse deležnike v njej ter tudi za gospodarstvo kot celoto, saj lahko znatno omeji produktivnost in svobodno gospodarsko pobudo posameznih subjektov.

1.1.1 Razvoj upravljanja podjetij

Začetki razprav segajo v zgodnja trideseta leta prejšnjega stoletja, ko sta ameriška avtorja Berle in Means objavila svoje legendarno delo *The Modern Corporation and Private Property* (1932), v katerem sta ugotovila, da lastniki (oziroma družbeniki) velikih podjetij le-teh ne vodijo več sami, temveč za vodenje svojih podjetij najamejo zunanje strokovnjake - managerje, ki potem bolj ali manj neodvisno vodijo te družbe. Navedena avtorja sta tako kot prva postavila tezo ločitve lastnine in vodenja podjetja. Ob tem se je postavilo vprašanje, kako lahko potem lastniki učinkovito zagotovijo, da se podjetje vodi v njihovo korist. Gre za razmerje

»principal« (lastnik oziroma družbenik) in »agent« (manager). Ta, tako imenovani problem principal - agent je tudi osrednje vprašanje upravljanja podjetij.

Pri obravnavi problematike upravljanja podjetij je treba najprej poudariti razlike med velikimi, srednjimi in malimi podjetji ter med enotirnim in dvotirnim sistemom upravljanja. Problem ločitve lastnine in vodenja je prisoten predvsem v velikih delniških družbah, manj pa seveda v družbah z omejeno odgovornostjo. Predvsem je ključna razlika v strukturi delničarjev. V družbah z zelo razpršenim lastništvom, ki je značilno predvsem za ZDA in VB, je vpliv delničarjev na managerje neznaten in je tako v ospredju odnos delničarji - managerji.

Za evropske države (vključno s tranzicijskimi državami in Slovenijo) je značilno koncentrirano lastništvo, kjer velike družbe (javne delniške družbe) praviloma obvladuje eden ali več večinskih lastnikov, ki imajo pomemben (predvsem neformalen) vpliv na uprave delniških družb. Pri problematiki upravljanja teh družb je v ospredju odnos med večinskimi in manjšinskimi delničarji. Ključna je torej zaščita manjšinskih delničarjev.

Za razpršeno lastništvo, ki je značilno za ZDA in VB, je ključno razmerje med odborom direktorjev in delničarji, ki naj tudi s pravili kodeksa upravljanja podjetij dosežejo, da managerji vodijo družbo po načelu največje vrednosti za delničarje (*shareholder value*). Za večino evropskih držav pa sta na drugi strani značilna koncentrirano lastništvo in velik vpliv enega ali skupine večinskih lastnikov, ki povzroči interesni konflikt med večinskimi in manjšinskimi delničarji, pri čemer prihaja vedno v ospredje načelo *stakeholder value* (vrednost za deležnike) namesto načela *shareholder value* (Bratina, 2003, str. 22-24).

1.1.2 Temeljne značilnosti in namen sistemov upravljanja

1.1.2.1 Namen sistemov upravljanja

Sistem upravljanja podjetij je subjektivna posebnost vsake posamezne družbe, ki ga mora razviti skladno s svojimi potrebami, lastnostmi poslovnega okolja in seveda

z zakoni in usmeritvami primerjalnih kodeksov. Zakoni predstavljajo le okvir, splošni kodeksi pa usmeritev za sistem v posamezni družbi. Jedro so avtonomni akti in ravnanja.

Temeljne značilnosti učinkovitega sistema upravljanja so: preglednost - predstavitev ustreznih finančnih in operativnih informacij ter postopkov vodenja in nadzora, zaščita in omogočanje izvajanja pravic za vse delničarje družbe, oblikovanje organov družbe, ki so strokovno usposobljeni razumeti in sprejeti strategijo, temeljne načrte in odločitve podjetja ter neodvisno imenovati upravo družbe, ustrezno nadzirati in spremljati dosežke njenega dela in jo, kadar je to potrebno, tudi zamenjati.

Namen dobrega sistema upravljanja podjetjem ni v izpolnjevanju zakonskih zahtev, temveč v maksimiranju poslovnih izidov. Sistem upravljanja daje odgovor na vprašanje, kdo je odgovoren za vodenje in upravljanje gospodarske družbe. Sistem upravljanja sam po sebi omogoča večjo enotnost, sodelovanje in zaupanje med posameznimi deležniki v družbi in zato seveda tudi večjo ekonomsko učinkovitost, rast in razvoj. Pomembno pa je tudi dejstvo, da vzpostavitev dobrega sistema upravljanja vzbuja zaupanje pri investitorjih, upnikih in strankah ter je bistven za ugled družbe in njenih organov.

Veliko jih enači pojma upravljanje in poslovodenje, zato je nujno poudariti, da je poslovodenje ožji pojem od upravljanja in predstavlja njegov del. Gre za vsakodnevni proces življenja gospodarske družbe (Jerič, 2004, str. 1).

Dejanski sistemi upravljanja so različni po državah in tudi posameznih gospodarskih družbah, kar izvira iz različnih vrednot, lastniške strukture gospodarskih družb, zakonskih sistemov ter vloge trgov kapitala. Sistemi upravljanja podjetij imajo v razvitih gospodarstvih nekatere skupne značilnosti, po katerih se ločijo od gospodarstev, ki so še v »tranziciji«, oz. gospodarstev v razvoju. Dejstvo je, da bistvene razlike ne izhajajo iz zakonodaje, ki določa delovanje družb. To so tranzicijske države večinoma prekopirale od uspešnih evropskih sosed. Ali je celoten sistem upravljanja, nadziranja in delovanja družb v kakem gospodarskem

okolju dober, je odvisno od marsičesa, nikakor ne le od formalnopravnega modela, v okviru katerega družbe delujejo (Gregorič, 2000, str. 25).

Znotraj EU obstaja več nacionalnih sistemov, kjer določeni sistemi upravljanja prevladujejo. Že ob koncu 90. let sta evropska integracija in globalizacija začeli vršiti pritiske po oblikovanju enotnega sistema upravljanja. Obstajajo nasprotujoči si sistemi upravljanja, ki izhajajo iz naprednih ekonomij, kot so: Nemčija, Velika Britanija, Japonska in ZDA, ki podpirajo različne tipe alokacije na področju investicij in produkcijskih zmogljivosti ter distribucije prihodkov gospodarske družbe. Kljub razlikam pa vsi sistemi težijo k pospeševanju ekonomske učinkovitosti (Laznick, 1998, str. 8).

V Sloveniji imamo zaradi ne povsem konsistentnega načina uvajanja sprememb glede upravljanja podjetij nekaj težav, ki jih bo treba v prihodnosti odpraviti. Odpraviti pomeni predvsem uskladiti oziroma, bolje rečeno, poenotiti.

Urejeno podjetje, ki vpelje sistem obvladovanja upravljanja podjetij v svoje poslovanje, tako zagotavlja svojim delničarjem (neodvisno od tega, od kod so in kako veliki so) enako obravnavo, zagotavlja obveščenost investicijske javnosti o vseh cenovno občutljivih informacijah, skrbi za tesno sodelovanje znotraj podjetja, vpelje sistem obveščanja znotraj organov vodenja in nadzora, skrbi za stimulatивно nagrajevanje obeh organov in izboljša svojo zunanjo podobo s preglednostjo svojega poslovanja.

Dobro upravljanje gospodarskih družb je med drugim tudi uravnotežen sistem motivacije in kontrolnih mehanizmov managementa družbe, ki zagotavlja varovanje in zadovoljevanje interesov družbe kot samostojnega subjekta, interesov delničarjev in interesov poglavitnih deležnikov - interesnih skupin.

Sistemi upravljanja podjetij se v pretežni meri nanašajo na kapitalske gospodarske družbe, pri čemer je iz zbrane literature poudarek na delniških družbah oziroma na družbah, ki imajo glede na posebnosti pravnega sistema enotirni ali dvotirni sistem upravljanja. V magistrskem delu bom skušala prikazati, da je mogoče sistem

upravljanja podjetij aplicirati na majhna in srednje velika podjetja. V teh podjetjih zaradi drugačnih (poenostavljenih) organizacijskih struktur nastajajo posebnosti.

Številne mednarodne študije dokazujejo neposredne pozitivne učinke vzpostavitve ustreznega sistema upravljanja na varnost in transparentnost poslovanja, izboljšanje ugleda gospodarske družbe - večje zaupanje delničarjev in investorjev (višja cena delnic) ter drugih ključnih deležnikov, povečanje likvidnosti delnic družbe, zmanjšanje nevarnosti prevzema družbe ter dolgoročno rast in razvoj družbe.

Sistem upravljanja sam po sebi omogoča večjo enotnost, sodelovanje in zaupanje med posameznimi deležniki v družbi in zato seveda tudi večjo ekonomsko učinkovitost, rast in razvoj. Upravljanje podjetij je zelo praktična in subjektivna posebnost vsake posamezne družbe, ki ga mora ta razviti skladno s svojimi potrebami, z lastnostmi poslovnega okolja in seveda z zakoni in usmeritvami primerjalnih kodeksov vladanja podjetjem (Peklar , 2003, str.16).

Učinkovit sistem upravljanja podjetij temelji na zagotavljanju transparentnosti finančnih in operativnih podatkov o poslovanju podjetja, načinu vodenja in nadzora nad podjetjem, zaščiti in zagotavljanju nadzora nad podjetjem, zaščiti in zagotavljanju uveljavljanja enakih pravic vsem delničarjem (načelo enakopravnosti delničarjev), oblikovanju organov, ki so strokovno usposobljeni razumeti in udejanjiti strategijo družbe, neodvisnem imenovanju uprave, njenem organiziranem nadzoru in aktivnem spremljanju poslovanja in dosežkov družbe ter sposobnosti zamenjave članov uprave.

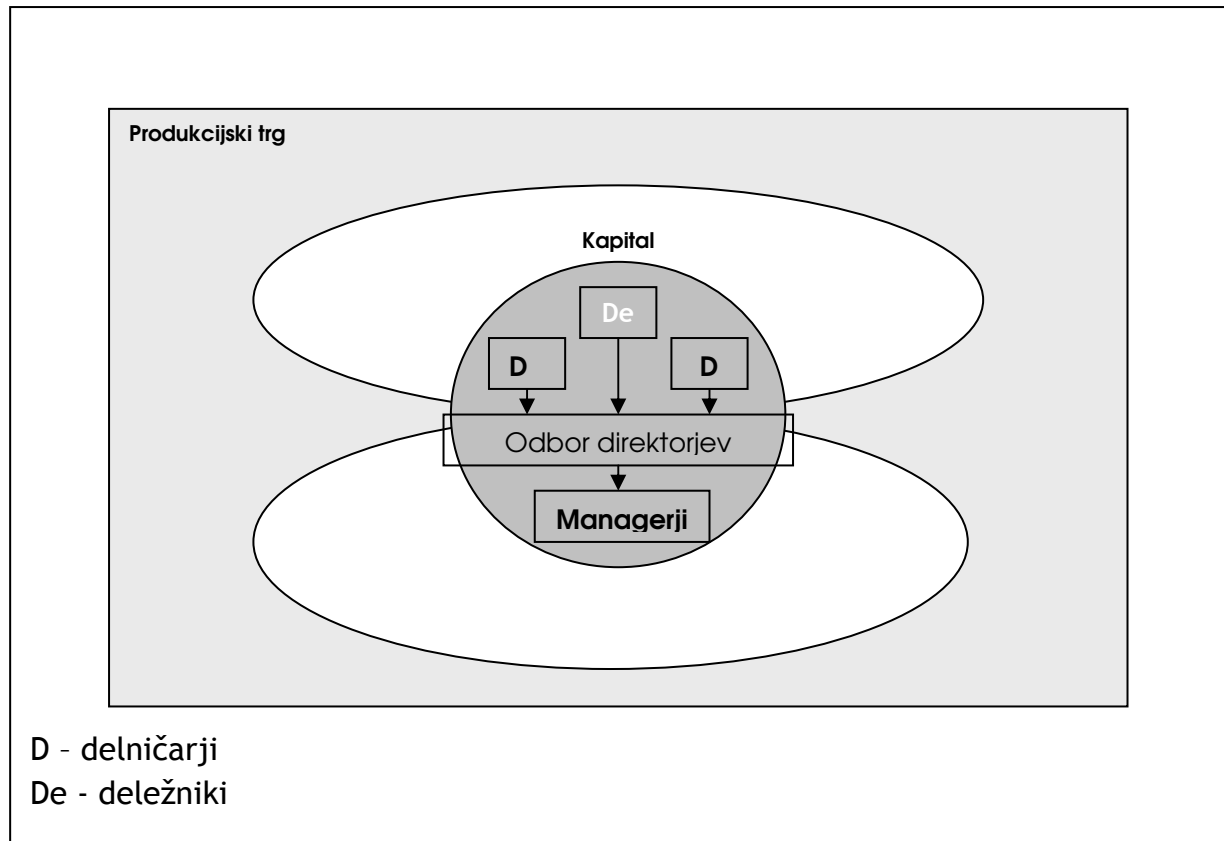
Corporate governance je treba meriti po dosežkih, ne pa po številu sprejetih norm. Poglavitni cilj upravljanja mora biti ustvarjena vrednost za delničarje (Samec, 2003, str. 14).

Svetovne *rating* agencije, kot so Moody's, Standars & Poor's in Fitch, že upoštevajo sisteme upravljanja podjetij pri *ratingih* bilanc uspeha.

1.1.2.2 Okolje sistemov upravljanja

Gospodarske družbe, njihovi organi in deležniki ne morejo oblikovati sistema upravljanja podjetij neodvisno od okolja (Slika 1.1). Če vzamemo za primer Slovenijo, je dejstvo, da se v tem gospodarskem okolju še vedno poznajo vplivi lastninskega preoblikovanja in aktivne spremembe delniških struktur (Bajuk, 2004a, str. 13).

Slika 1.1: Okolje sistemov upravljanja



Vir: Roe, 2003, str. 4.

Obstajajo trije vodilni poganjalci povečanega povpraševanja po dobrem sistemu upravljanja:

- institucionalizacija delničarjev (proces akumulacije in upravljanja kapitala s strani zbiralcev sredstev je svetovni pojav);
- institucionalni investitorji v kontinentalni Evropi prehajajo iz pasivne (pri uveljavljanju nadzornih pravic) v aktivno vlogo;
- vidni padci svetovnih korporacij so dokaz, da vrednost podjetja ne temelji samo na dobičkonosnosti ali v poslovni model vgrajenih napovedih rasti, temveč tudi na učinkovitosti nadzornih mehanizmov, ki zagotavljajo, da vložki investitorjev ne bodo razlašeni oziroma vloženi v projekte, ki jim zmanjšujejo vrednost (Roe, 2003, str. 6).

Boljši sistemi upravljanja podjetij namreč omogočijo višjo vrednost za delničarje. S tega vidika sistem upravljanja ni pomemben samo s pravnega vidika, temveč bolj z vidika vrednosti premoženja.

Ko je v podjetju poudarjena pomembnost oziroma velikost sistema upravljanja, obstaja večja verjetnost, da bodo strateški in finančni cilji podjetja realizirani. Hkrati pa kakovostni sistem upravljanja posledično pomeni tudi centralno delovanje v podjetju na akte družbe, ki so oblikovani skladno z interesi vseh deležnikov. Sistemi upravljanja so posledica ne vedno sinergijskega delovanja zunanjih in notranjih dejavnikov. V svetu sicer obstajajo osnovne razmejitve sistemov upravljanja, ki jih poznamo, vendar lahko trdimo, da preprostega modela, ki bi ga bilo mogoče predpisati posameznemu podjetju, ni. Večina struktur temelji na primerni stopnji samostojnosti podjetij. Če so strukture temu primerne, ima podjetje dobro izhodišče za kakovosten sistem upravljanja. Ko govorimo o kakovostnem sistemu upravljanja, mislimo na sistem, ki vsebuje tri izhodiščne komponente, ki niso izbirne narave in ki so v Blue Ribbon Reportu imenovane kot »trinožni stol«:

- odbor direktorjev, ki vključuje revizijsko komisijo (*audit committee*);
- finančni management, ki vključuje notranje revizorje in
- zunanje revizorja (Horwath, 2002, str. 5).

Vse navedene komponente morajo biti samostojne. Primerna pravna zaščita in sodni postopki so nujni za učinkovit sistem upravljanja (Horwath, 2002, str. 5).

Povezava med sistemom upravljanja in vrednotenjem podjetja je bila izpostavljena s številnimi članki priznanih avtorjev, ki se ukvarjajo s področjem sistemov upravljanja. Namen sistemov upravljanja je doseči odgovoren in vrednostno orientiran management ter nadzor podjetij. Pravila sistemov upravljanja pospešujejo in krepijo zaupanje trenutnih in potencialnih delničarjev, posojilodajalcev, zaposlenih, poslovnih partnerjev ter širše javnosti na narodnem in mednarodnem trgu (Drobetz, 2003, str. 5).

Če posamezna podjetja delujejo v korporacijsko-pravnih okoljih, ki jih utemeljujejo različne pravne teorije, in če k temu dodamo še različne modele trgov kapitala v različnih državno-zgodovinskih okoljih, je potrebno razumeti razlike v sistemih njihovega upravljanja (Bajuk, 2004a, str. 14).

1.2 Sistemi upravljanja podjetij

Razlike med sistemi izhajajo iz različnih pogledov na vire in načine merjenja ekonomske učinkovitosti, kar vključuje tipe investicij, ki »ustvarjajo vrednost«, razdelitev donosov med različne udeležence in vzdržljivost prevladujoče ekonomske učinkovitosti.

Poleg tega, da različni avtorji uporabljajo različne pojme pri razdelitvi sistemov upravljanja v posamezne skupine, je potrebno razlikovati tudi upravljanje družb posameznic in skupin gospodarskih družb kot tudi vidik večinskega lastnika. Gre za posebnosti pri aplikaciji osnovnih modelov.

1.2.1 Notranji in zunanji sistem upravljanja podjetij

Po kriteriju koncentracije lastništva in vrste lastnikov lahko ločimo zunanje (*outsiderske*) in notranje (*insiderske*) modele upravljanja podjetij. Za zunanje modele upravljanja podjetij je značilno razpršeno lastništvo, medtem ko je za

notranje značilno koncentrirano lastništvo. Temeljni konflikt v zunanjem modelu upravljanja podjetij je konflikt med močnim managerjem in zunanjimi, široko razpršenimi lastniki. V notranjem modelu pa obstaja konflikt med lastnikom s kontrolnim deležem in malimi delničarji.

Sistemi upravljanja podjetij se med seboj razlikujejo, tako med različnimi svetovnimi regijami kot med samimi evropskimi državami. Na eni strani imamo model upravljanja s centralno vlogo delničarjev, ki je značilen za ZDA in Veliko Britanijo, na drugi strani pa imamo raznovrstne deležniške modele, na primer japonski ali nemški model. Nacionalni modeli Velike Britanije, ZDA, Japonske in Nemčije temeljijo na nasprotujočih si načelih. Kljub temu je po prepričevanju nekaterih globalistov opaziti znake zблиževanja, ki so posledica regionalne integracije v Evropi in globalizacije s poudarkom na povezovanju finančnih trgov.

Poročilo OECD o napredku pri oblikovanju sheme upravljanja podjetij v državah OECD nakazuje, da so se v preteklih nekaj letih zgodili pomembni premiki na tem področju. V letu 1999 so v Franciji, Veliki Britaniji in Nemčiji začeli reformo podjetniškega prava, Italija, Južna Koreja, Mehika in Portugalska pa so prvič objavile kodekse delovanja za podjetja. Poročilo poudarja smernice na področju upravljanja podjetij, med njimi uveljavitev načel OECD, vse intenzivnejšo uporabo nove tehnologije za podporo sistemu upravljanja podjetij, povečano aktivnost trgovinskih združenj pri uveljavljanju lastniških pravic v podjetju in harmonizacijo standardov finančnega poročanja (OECD, 1999).

Tendenca pisanja kodeksov o učinkovitih sistemih upravljanja podjetij postopoma postavlja vprašanje sistema upravljanja pod drobnogled in povečuje njegovo prepoznavnost, predvsem pa pomen.

Zunanji in notranji tip sistema upravljanja lahko razdelimo tudi na angloameriški in renski model (Brooks, 1997, str. 36). Če primerjamo značilnosti, ugotovimo, da gre pravzaprav za notranji in zunanji tip upravljanja podjetij, ki sta bolj zemljepisno opredeljena. Veliko je odvisno od tega, katerega avtorja navajamo.

V splošnem obstajata dva široka tipa poslovne kulture. Na eni strani se pojavlja angloameriški model, v katerem imajo prednost deležniki in kratkoročni dobički. Na drugi strani pa govorimo o renškem modelu, kjer so kot ključni dolgoročnega uspeha definirani kolektivni dosežki in soglasje. Morda bi težko govorili o dveh modelih kapitalizma, res pa je, da znotraj Evrope obstajajo velike socialno-ekonomske in politične razlike (Brooks, 1997, str. 36).

1.2.1.1 Zunanji sistemi upravljanja

Zunanji sistemi upravljanja so zagotovljeni s trgom za korporacijski nadzor. Pogoji, ki so zahtevani za učinkovitost tega tipa sistema, so naslednji:

- veliko podjetij na borzi;
- likviden kapitalski trg, kjer se nenehno trguje z lastninskimi in upravljavskimi pravicami;
- nekaj (malo) medkorporacijskih lastninskih pravic;
- rastoča koncentracija moči deležnikov v obliki institucionalnih investitorjev - tipično pokojninskih skladov in drugih profesionalnih skladov investitorjev - zavarovalniške hiše (vpliv drugih udeležencev, kot so vlada, združenja, management in banke, je bolj omejen);
- aktiven trg za nadzor podjetij, kjer lahko zunanji deležniki preženejo slabše učinkovit management s prevzemnimi ponudbami;
- trg vrednostnih papirjev ima ključno vlogo (vir lastniškega in dolžniškega kapitala);
- visoka stopnja razpršenosti lastništva ter
- visoka stopnja zamenjave managerjev (Garrod, 1996, str. 17).

Za družbe, katerih delnice kotirajo na borzi, je značilna ogromna in razpršena delničarska baza posameznikov in finančnih institucij. Posledično imajo delničarji zelo majhen neposredni vpliv na upravo družb. Posledica potencialnega nezaupanja v družbo in njen nadzorni organ je prodaja delnic ter prekinitev povezav z družbo.

Torej, gre za uveljavljanje volje z »izhodom« in ne z »glasom«, kar kaže izrazit kratkoročni interes večine investitorjev na trgu lastniškega in dolžniškega kapitala. Likvidnost trga kapitala omogoča delničarjem hiter vstop ali izstop iz posamezne družbe. Vlogo nadzora poleg nadzornega dela upravnega organa nad managementom delno prevzame trg. Zato postane ključni cilj uprave in podjetja kot celote povečevanje tržne vrednosti delnic, kar naj bi zagotavljalo, da deluje v interesu delničarjev kot lastnikov kapitala. V tem sistemu je poslanstvo bank kratkoročno in srednjeročno financiranje, ne spuščajo pa se v dolgoročne lastniške naložbe v korporacije, s čimer bi si zagotovile vpliv na njihovo vodenje (Bajuk, 2004a, str. 15).

Zunanji sistemi upravljanja se od notranjih razlikujejo v tem, da se lastniki opirajo na oceno neodvisnega odbora, ki nadzoruje obnašanje managerjev. Neodvisen odbor članov namerava odprto in nepristransko razkriti informacije, objektivno oceniti učinkovitost managerjev in aktivno ščititi pravice delničarjev. Posledica tega je, da se zunanji sistemi upravljanja podjetij razumejo kot zanesljivejši in manj podkupljivi ter da se nagibajo k pospeševanju likvidnega kapitalskega trga.

Kljub prednostim tovrstnega sistema pa ima razpršena lastniška struktura, ki je ena izmed značilnosti zunanjega sistema upravljanja, določene slabosti. Razpršeno lastništvo namreč teži k kratkoročni maksimizaciji dobička. Zato soglašajo s strategijami in politiko, ki načrtuje doseganje kratkoročnih zaslužkov, posledica tega pa ni nujno dolgoročna uspešnost družbe. Občasno takšno razmišljanje lahko privede do konfliktov med direktorji in lastniki ter do nenehnih lastniških sprememb, ker lahko delničarji dobijo občutek za doseganje višjih dobičkov drugje. Oboje navedeno pa slabi stabilnost družbe (www.cipe.org).

Temeljne značilnosti zunanjih sistemov upravljanja so: široko razpršeno lastništvo, visoka pravna zaščita, visoko razviti trgi kapitala, diverzifikacija tveganja, »free-riderski« problem zastonjkarstva, prevladujejo institucionalni investitorji, osrednji organ upravljanja je odbor direktorjev (neodvisen od managementa), trg za korporacijski nadzor in spodbude za kratkoročno usmerjenost.

Za zunanje modele upravljanja, ki so tipični za ZDA in Veliko Britanijo (zato jim rečemo anglosaški model), sta značilna sorazmerno široko razpršeno lastništvo in visoke stopnje zamenjave managerjev (*managerial turnover*). Močen poudarek je na zaščiti pravic delničarjev, predvsem manjšinskih. Sistemi, ki ščitijo manjšinske delničarje, destimulirajo aktivno upravljanje podjetij, zato skoraj ni koncentracije lastništva. Zaradi dejstva, da je močna zaščita manjšinskih lastnikov povezana tudi z aktivnim delniškim trgom, modeli upravljanja podjetij v ZDA in Veliki Britaniji pospešujejo aktivnosti na trgu kapitala. Poleg močne pravne zaščite obstajajo stroge zahteve o javnem razkritju finančnih podatkov podjetij. Investitorji imajo enak dostop do zanesljivih ustreznih informacij, potrebnih za svoje investicijske odločitve. Glavni spor v zunanjem sistemu upravljanje obstaja med managerjem in zunanjiimi, široko razpršenimi lastniki.

Industrijski sektorji, ki se naslanjajo na zunanje financiranje, so priljubljeni v zunanjih modelih, ki dajejo uspešno zaščito manjšinskim delničarjem in omogočajo večjo transparentnost. Aktivni trg kapitala spodbuja tudi inovacijsko aktivnost ter razvoj dinamičnih majhnih, srednje velikih podjetij in podjetništva na splošno. Tvegani kapital je pri podpori inovacijske aktivnosti in podjetniškega talenta vitalnega pomena. Dobro razvit trg kapitala, omogoča investitorjem likvidnost in možnost izstopa (odprodaje delnic). Aktivni finančni trgi so povezani z gospodarsko rastjo, zato pomenijo regulacije, ki pospešujejo aktivnost trgov kapitala, enega poglavitnih virov gospodarske rasti. Zaščita manjšinskih delničarjev, ki je povezana z razvojem trga kapitala, je za pospeševanje inovacijske aktivnosti, podjetništva in razvoja sektorjev, ki se naslanjajo na zunanje vire financiranja, kritičnega pomena (Ažman, 2000, str. 19).

V zunanjih modelih se podjetja dolgoročno financirajo prek lastniškega kapitala in podjetniških obveznic, medtem ko poteka kratkoročno financiranje v glavnem prek bank. Nadzor nad managerji v večji meri vršijo kapitalski trgi, ki so uspešno sredstvo za doseganje discipline managerjev.

Likvidni kapitalski trgi, stroga pravila trgovanja in ustrezno razkritje informacij, ki so značilni za zunanje modele upravljanja, so nujni za vzpostavljanje učinkovitega

trga za korporacijski nadzor. Ta deluje kot uspešno sredstvo za doseganje discipline managerjev. Prednosti razpršenega lastništva so velika likvidnost delnic in boljše možnosti razpršenosti tveganja za investitorje. Vendar pa so težave, ki izhajajo iz ločevanja lastništva in nadzora, pri razpršenem lastništvu še večje. Ne samo da se interesi in cilji managerjev in lastnikov razhajajo, tudi spodbude za nadzor nad managementom so zelo šibke. To je posledica dejstva, da koristi od nadziranja uživajo vsi lastniki, vse stroške nadziranja pa nosi le tisti, ki izvaja nadzor. V takem primeru govorimo o tako imenovanem problemu zastojkarstva, kar pomeni, da lastniki upajo, da bodo drugi lastniki opravili nadzor v njihovo korist, zato se delničarji v sistemu razpršenega lastništva raje odločajo za izstop kot za glasovanje.

Za lastništvo v Veliki Britaniji in vse bolj tudi v ZDA je značilno prevladovanje institucionalnih investitorjev. Glavni vzroki za takšne smernice so povečani z davčnimi spodbudami, rastjo investicijskih skladov, ki v primerjavi z neposrednim lastništvom omogočajo široko diverzifikacijo tveganja ter nudijo profesionalni management in nižje stroške. Naslednji dejavnik takšnih smernic je tudi tendenca podjetij k neposredni prodaji (izdaji) delnic institucionalnim investitorjem že na primarnem trgu, s čimer izpolnijo zahteve po vse večjih investicijskih sredstvih. Lastniški deleži družb so v rokah institucionalnih investitorjev v Veliki Britaniji zelo koncentrirani. Največji delničarji kotiranih družb so običajno institucionalni investitorji. Posledica tega je zelo podobna struktura številnih družb.

Odbori morajo biti v svoji nadzorni vlogi neodvisni od managementa. Zunanji modeli poudarjajo neodvisnost, vendar v resničnosti obstaja resen problem. Management in odbor se lahko tesno povežeta (*entrenched*). Kompenzacija, ki pritegne visokokakovostne ljudi v članstvo neizvršilnih direktorjev, dostikrat stimulira participacijo v velikem številu odborov. To lahko negativno vpliva na uspešnost nadziranja, saj prisotnost v prevelikem številu odborov zmanjšuje nadzorno možnost članov. Čeprav bi odbor teoretično moral predstavljati (zastopati) interese lastnikov podjetja, v praksi dostikrat postane del njegovega managementa. Ni presenetljivo, da javnost zaznava odbor kot sorazmerno šibek organ nadzora.

Trg za korporacijski nadzor je v zunanjih modelih veliko uspešnejši način za doseganje discipline managerjev kot nadzor institucionalnih lastnikov ali odborov direktorjev. Neučinkovit management, ki ni zmožen maksimirati premoženja lastnikov, izpostavlja podjetje grožnji za prevzem, ki običajno zamenja (slab) management. ZDA imajo izjemno aktiven trg za korporacijski nadzor. Dokaz za to so številni sovražni in prijateljski prevzemi ter združitve. Dobra grožnja prevzema deluje kot uspešen disciplinski mehanizem in zavira managerski mehanizem.

Kritiki trdijo, da je za razpršeno lastništvo značilna izrazita kratkoročna usmerjenost. Posledica tega je zmanjšanje naložb pod optimalno raven. Čeprav deluje aktiven trg za korporacijski mehanizem kot disciplinski mehanizem obnašanja, pogosti prevzemi ne zagotavljajo dolgoročnih odnosov med interesnimi skupinami, ki zaradi tega niso pripravljene dolgoročno investirati v podjetje. Med kratkoročnimi koristmi in dolgoročnim vplivom na uspešnost podjetja obstaja izmenjava (*trade-off*). Močna navezanost na finančne trge spodbuja managerje za projekte, ki prinašajo le kratkoročno uspešnost, vendar na škodo dolgoročne uspešnosti.

Načrti nagrajevanja managerjev, ki služijo usklajevanju njihovih interesov z lastnikovimi, lahko še pospešujejo kratkoročno obnašanje. Na primer, kadar je nagrajevanje managerjev v obliki delnic ali delniških opcij, so managerji stimulirani maksimirati kratkoročne dosežke, da bi si tako zvišali svoje osebne koristi. Svojo korist lahko maksimirajo tudi s projekti, ki kratkoročno maksimirajo premoženje lastnikov, medtem pa se preselijo na vodstveni položaj v drugo podjetje. Ni torej presenetljivo, da si lastniki prizadevajo omejiti nagrade managerjem in jih tesneje povezati z uspešnostjo poslovanja podjetij (Ažman, Dimovski, 2001, str. 69-91).

1.2.1.1.1 Ameriški sistem

Ameriški trg vrednostnih papirjev izpolnjuje vse tri zgoraj navedene pogoje (veliko podjetij na borzi, likviden kapitalski trg, kjer se nenehno trguje z lastninskimi in upravljavskimi pravicami, nekaj (malo) medkorporacijskih lastninskih pravic). Ameriško okolje za nadzor gospodarskih družb se odraža v trgu prevzemov, ki lahko

prevladuje nad vsem preostalim mehanizmom sistemov upravljanja. Nadzor družb, lastniške spremembe in posledično lastniške strukture so posledica transparentnega trgovanja z lastniškim kapitalom na likvidnem trgu vrednostnih papirjev.

Scharfstein je razvil teorijo, kako lahko plenilci (prevzemniki) pomagajo delničarjem pri razlikovanju med slabim delovanjem managementa in neprijetnim zunanjim ekonomskim okoljem, medtem ko je ustrežnejši pristop k sistemu upravljanja naslednji:

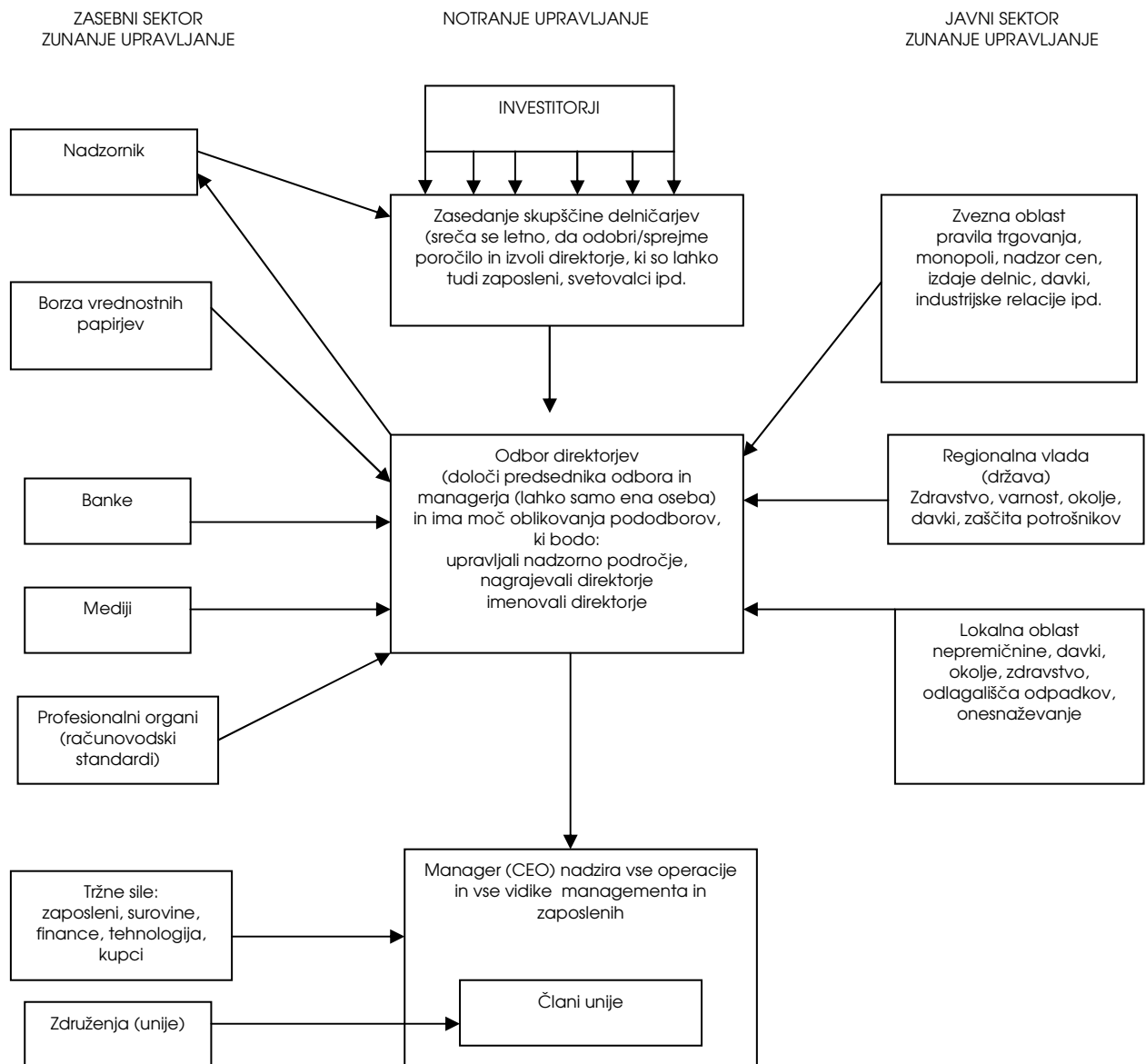
»/.../ idealni sistem upravljanja daje šefu dovolj svobode, da dobro ravnateljuje. To bi zagotavljalo vodenje podjetja skladno z interesi delničarjev. Če bi kdo drug lahko vodil bolje, naj. V takšnem sistemu bi šef vedel, kakšna so pričakovanja delničarjev, na drugi strani pa bi delničarji imeli dovolj informacij, s katerimi bi lahko ocenili, ali doseženi izidi izpolnjujejo njihova pričakovanja. Če pričakovanja niso izpolnjena, imajo delničarji moč reagiranja. Takšen sistem bi delničarje držal dovolj daleč od managerjev in jim dovoljeval svoboden nakup ter prodajo brez kršenja pravil o notranjih odkupih/prodajah. Potrebno se je zavedati, da je ključna odlika javne družbe likvidnost, ki jo zagotavlja investitorjem (Garrod, 1996, str. 17).«

1.2.1.1.2 Angleški sistem

Pri izpolnjevanju prvih dveh pogojev je angleški sistem (Slika 1.2) podoben ameriškemu, razlike pa nastajajo pri lastniški strukturi. Zasebne investicije so tu na precej nižji ravni, medtem ko je delež institucionalnih investitorjev precej višji. Poleg tega je število individualnih investitorjev v ameriškem sistemu približno 5-krat večje kot na londonski borzi. Relativna moč individualnega investitorja je na londonskem trgu precej večja kot na ameriškem.

V angleškem sistemu je za institucionalne investitorje značilno, da skušajo zgraditi dolgoročna razmerja z investicijskimi družbami, vendar za omejeno (limitirano) število trgovalnih delnic (Monks, Minow, 2001, str. 241).

Slika 1.2: Angleški sistem upravljanja podjetij



Vir: Monks, Minow; 2001, str. 243.

1.2.1.2 Notranji sistemi upravljanja

Družbe, ki so nadzorovane od znotraj, imajo določene prednosti. Notranji udeleženci imajo moč in interes tesnega nadzora managementa, ker s tem minimizirajo morebitno slabo gospodarjenje in prevare. Zaradi lastniške strukture in kontrolnih pravic notranji udeleženci težijo k zadržanju svojih vložkov na dolgi rok. Dosežek teh teženj je podpora odločitvam, ki spodbujajo dolgoročno učinkovitost v nasprotju z odločitvami, ki maksimirajo kratkoročne dobičke. V slabšem položaju so pri notranjem sistemu upravljanja manjšinski delničarji (www.cipe.org).

Notranji sistem upravljanja lahko opredelimo tudi kot renski oziroma kontinentalni, ki v osnovi izpolnjuje naslednje pogoje:

- lastniški trg je slabše likviden kot v VB ali ZDA;
- tradicionalno obstaja večja koncentracija ekonomske moči (lastniki s kontrolnim deležem) v družini, bankah ali vladi (v Italiji npr. je ekonomska podoba oblikovana z vplivi sorazmerno majhnega števila močnih industrijskih družin. Starejši direktorji, ki so po navadi člani družin, lahko nadzorujejo lastniški trg prek kaskade nadzorujočih podjetij (piramidno), tudi če neposredno lastništvo ne presega 10 %).

Interesi zaposlenih so pogosto varovani z zakonom. V Nemčiji in na Nizozemskem zahteve statutih družb/podjetij zagotavljajo, da imajo zaposleni pomembno vlogo v sistemih upravljanja prek sedežev v delovnih skupinah in v nadzornem svetu.

Temeljne značilnosti notranjih sistemov upravljanja podjetij so koncentracija lastništva in glasovalne moči, dolgoročni odnosi z bankami, navzkrižna lastništva in hierarhične strukture, izvajanje aktivnega nadzora, slabše razviti kapitalski trgi, zmanjševanje asimetrije informacij, oviran razvoj malih podjetij, oteženi sovražni prevzemi.

Notranji modeli so tipični za kontinentalne države, tj. za celinsko Evropo (zato tudi ime renski), Japonsko in Korejo. Izstopajo po koncentraciji lastništva ali glasovalne moči ter večstranskih odnosih med podjetji in korporacijskimi holdingi. Prevladujejo odnosi z bankami, navzkrižna lastništva (vertikalna in horizontalna) in hierarhične strukture korporacijskih holdingov (Ažman, 2000, str. 21).

Evropski model se po Bajuku deli na dva podsistema:

- latinskega (vključuje upravljalne modele Italije, Francije, Španije, Portugalske, Grčije) in
- germanskega (vključuje upravljalne modele Nemčije, Avstrije, skandinavskih držav in tudi Slovenije),

ki se razlikujeta po dejanski moči in zaščiti velikih delničarjev, malih delničarjev in zaposlenih (Bajuk, 2004a, str. 13).

Povečevanje bogastva delničarjev je v kontinentalnem modelu razširjeno še na povečevanje bogastva družbe (podjetja) in zadovoljevanje interesov deležnikov. Bistvena cilja sta preživetje in rast družbe, kar se doseže z maksimiranjem kapitala družbe in ne delničarske vrednosti, ki jo predstavljajo dividende in tržna cena delnic. To izhaja iz drugačne ureditve razmerja med lastništvom in upravljanjem, posledično pa vpliva na pomen trga kapitala.

Za kontinentalni model je značilen pomen velikih in celo prevladujočih delničarjev, ki imajo močen neposredni vpliv na upravo družbe. Uprave teh družb so zato manj avtonomne od uprav v anglosaških modelih. Evropske delniške družbe so veliko manj izpostavljene zunanjemu vplivu, saj jih veliko sploh ne kotira na borzi. Če pa že, pa navadno ponudijo v odkup le manjšinski del delnic. Tako si veliki ali večinski delničarji zagotovijo nadzor nad družbo.

Razpršenost delničarjev je v primerjavi z ameriškimi podjetji majhna. Če večinski delničar ni pripravljen prodati svojega deleža, so sovražni prevzemi teh družb

nemogoči. Tržna vrednost delnic je manj pomembna. To družbam omogoči zadržanje dobička in (do)kapitalizacijo iz lastnih sredstev. Zaradi tega ostaja kapitalski trg razmeroma manj pomemben, financiranje družbe pa se prenese na velike delničarje, banke in zaposlene (Bajuk, 2004a, str. 13).

Prednost koncentriranega lastništva ali koncentracije glasovalne moči je v tem, da odpravlja probleme nadziranja managementa, ki se pojavljajo pri razpršenem lastništvu. Kadar so pravice iz naslova denarnih tokov in pravice do nadzora usklajene, imajo večinski delničarji stimulacijo in moč, da nadzirajo management. Razpršeno lastništvo in koncentracija glasovalne moči spodbujata delničarje s kontrolnim deležem k izvajanju aktivnega nadzora. Delničarji s kontrolnim deležem (*controlling blockholders*) in večinski delničarji s koncentrirano glasovalno močjo (ali z lastništvom) pridobijo velik delež koristi od nadzora, koncentracija glasovalnih pravic pa jim daje potrebno moč pri vplivanju na proces odločanja. Temeljni konflikt v notranjih sistemih upravljanja podjetij obstaja med kontrolnimi delničarji in zunanjimi manjšinskimi delničarji. To pomeni, da govorimo o močnih kontrolnih in šibkih manjšinskih lastnikih ali šibkih managerjih, šibkih manjšinskih lastnikih in močnih večinskih lastnikih.

Čeprav koncentracija glasovalne moči prinaša prednosti boljšega nadzora in načelno tudi večjo uspešnost poslovanja podjetja, ima lastnik s kontrolnim deležem spodbudo za pritegnitev koristi (*extract benefits*). Obstaja možnost, da se lastniki velikih blokov delnic ali večinski delničarji povežejo z managementom v škodo malih delničarjev. Ena izmed posledic odtegnitve rent, ki jih sprožijo kontrolni delničarji, je ta, da zvišuje stroške lastniškega kapitala, ker manjšinski delničarji zahtevajo premijo za izdane delnice. Omenjeni problem postane resen, kadar mali investitorji nimajo dovolj pravic do zaščite donosov na svoje naložbe, zato se izogibajo naložbam v taka podjetja.

Medtem ko so delničarji v ZDA in Veliki Britaniji načelno usmerjeni v maksimizacijo vrednosti premoženja lastnikov, so managerji v Evropi, s strani tistih s kontrolnim deležem pogosto prisiljeni v maksimizacijo vrednosti premoženja, pri čemer ni nujno, da bodo pri tem maksimirani donosi manjšinskih lastnikov. V takem primeru

smo lahko priča razlastitvi manjšinskih delničarjev s strani kontrolnih delničarjev (ki nadzirajo skupino) prek medskupinskih transferov.

Ena izmed posledic odtegnitve rent v notranjih modelih je pomanjkanje likvidnosti na sekundarnih trgih kapitala, ker investitorji raje zadržujejo prosta sredstva, in pomanjkanje priložnosti za diverzifikacijo tveganja zaradi nelikvidnih trgov. Kapitalski trgi so v notranjih modelih precej slabše razviti kot v zunanjih. Po drugi strani pa koncentracija lastništva zvišuje spodbude za aktiven nadzor, ki pozitivno vpliva na uspešnost poslovanja, hkrati pa tudi spodbuja dolgoročne odnose in zavezanost med interesnimi skupinami. To pozitivno vpliva na uspešnost in dolgoročno zvišuje dobičkonosnost. Čeprav so trgi kapitala v notranjih modelih slabše razviti, pa dolgoročni odnosi stimulirajo večje naložbe v specifična sredstva podjetja.

V veliko državah Evrope in na Japonskem igrajo komercialne banke pri upravljanju korporacijskega sektorja vodilno vlogo. Banke so močne, neodvisne in večinoma zasebne institucije. Sistem univerzalnega bančništva jim omogoča obvladovanje vseh vidikov finančnega posredništva. Vse to je prispevalo k manj razvitim kapitalskim trgom. Zaradi dejstva, da si informacije delita banka in klientsko podjetje, bančni sistemi temeljijo na zaupanju. Zato ne preseneča dejstvo, da so zahteve o javnem razkritju manj stroge kot v zunanjih modelih.

Dolgoročni odnosi z bankami so značilni predvsem za nemški in japonski model upravljanja podjetij, zato v teh gospodarstvih prevladuje bančno financiranje, kar je, kot bomo videli v nadaljevanju, tudi v interesu bank kot nadzornih mehanizmov. Koristi bančnih (*bank-based*) sistemov izvirajo iz aktivnega nadzora s strani bank. Tesni odnosi med bankami in klientskimi podjetji omogočajo boljši dostop do specifičnih informacij o podjetju, kar je glavni dejavnik, ki prispeva k nižjim premijam za tveganje. Vse skupaj pa znižuje stroške kapitala podjetij. Boljši dostop do informacij zmanjšuje asimetrijo informacij, zato so banke pripravljene financirati podjetja v večjem obsegu po nižjih stroških, kar zvišuje naložbe. Boljši nadzor pomeni tudi boljše poslovanje podjetij.

Banke v tem sistemu delujejo po univerzalnem načelu, kar pomeni, da so hkrati investicijske in komercialne. Pogosto neposredno financirajo gospodarske družbe, kar posledično pripelje do povezave med bančnim in gospodarskim sektorjem. Gospodarske družbe pogosto sprejemajo kot partnerje. Velikokrat lahko govorimo o trojni funkciji. Na eni strani so samostojne lastnice delniškega kapitala, na drugi delujejo kot posrednice oziroma pooblaščenke majhnih delničarjev, na tretji strani pa so partnerke delniških družb (Bajuk, 2004a, str. 14).

Po drugi strani pa je preživetje novih podjetij močno odvisno od možnosti in stroškov pridobivanja kapitala. V notranjih modelih, za katere so značilni majhni in nelikvidni trgi kapitala ter pomanjkanje trgov tveganega kapitala, pridejo nova majhna in srednje velika podjetja zelo težko do lastniškega kapitala. Zato ne preseneča, da se novo nastala in majhna podjetja v primerjavi s podjetji v zunanjih modelih precej bolj naslanjajo na dolžniško financiranje. Nova podjetja zelo težko pridejo celo do dolžniškega kapitala, ker s finančnim sektorjem še nimajo vzpostavljenih dolgoročnih odnosov. Banke so pri posojanju še vedno dokaj konservativne, ker se pri ocenjevanju novo nastalih podjetij soočajo z asimetričnim tveganjem. Odsotnost aktivnega trga lastniškega kapitala in velika odvisnost od dolžniškega financiranja ovirata razvoj vitalnega sektorja malih in srednje velikih podjetij.

Za veliko notranjih modelov je značilno tudi navzkrižno lastništvo med skupinami finančnih in nefinančnih družb. Vloga finančnih institucij pri financiranju propadajočih podjetij je še ena pomembna razlika med podjetniškimi sistemi upravljanja. Problem asimetrije informacij postane posebej pomemben pri refinanciranju propadajočih podjetij. Nezmožnost kreditodajalcev in razlikovanje med podjetji z dobrimi ali s slabimi perspektivami v obdobju finančnih težav lahko privede k njihovi prezgodnji likvidaciji. Notranji sistemi s tesnejšimi odnosi med bankami in korporacijskim sektorjem blažijo informacijske probleme in omogočajo učinkovitejšo razdelitev virov. V zunanjih modelih konkurenca na finančnih trgih ovira razvoj dolgoročnih donosov med podjetji in finančnimi institucijami. Ko se podjetja rešijo finančnih težav, se lahko prosto odločajo za najcenejšega ponudnika finančnih virov. Zato banke v zunanjih sistemih niso zainteresirane za

finančno reševanje podjetij. V notranjih modelih igrajo banke veliko pomembnejšo vlogo tudi pri prestrukturiranju neuspešnih podjetij.

Kompleksna lastniška struktura, vključujoč vertikalne in horizontalne sporazume, štiti skupino in lastništva na nižji ravni pred sovražnimi prevzemi. Dolgoročni odnosi med podjetji omejujejo, prek navzkrižnih lastništev, možnosti za transfer lastništva, kar pomeni, da je težko kupiti znaten delež družbe. Kot posledica tega je trg za korporacijski nadzor v notranjih modelih manj razvit kot v zunanjih. Prevzemna aktivnost je na Japonskem le obrobnegega pomena. Lahko rečemo, da je v primerjavi z ZDA in Veliko Britanijo prevzemov v notranjih modelih veliko manj. Tudi v Nemčiji navzkrižno lastništvo med partnerskimi podjetji in predstavniki zaposlenih v nadzornih svetih zunanjim partnerjem otežuje nakup nemških podjetij (Ažman, Dimovski, 2001, str. 70).

1.2.2 Kombinirani sistemi upravljanja

EU kot celota bi za nadaljnji razvoj gospodarstva potrebovala inovativni pristop podjetij. To pa je možno doseči le s spreminjanjem nacionalnih sistemov upravljanja. Pri tem je treba opredeliti inovacijski proces, ki zajema nujne značilnosti, ki so ugotovljene v preštevilnih empiričnih študijah. Naslednji korak je priprava analize implikacij opredelitve v smislu alokacije resursov in donosov, da se spodbujajo inovacije oziroma inovacijski proces. Temu mora slediti še implikacija inovacijskega procesa za politiko, ki teži k spreminjanju sistema upravljanja, da bi spodbudila inoviranje (Laznick, 1998, str. 2).

Čeprav nastajajo spremembe, so v evropski poslovni kulturi ukoreninjena prepričanja, da ima podjetje svojo osebnost, značaj in hotenja. Torej, da je razvoj vloge oziroma pomembnosti podjetja v družbi pomembnejši od višjih finančnih izidov za delničarje. To je drugače v prevladujočem angloameriškem vidiku, kjer je vodenje podjetja v domeni direktorjev, ki so agentje v službi principalov, s tem pa je posledično najvišja prioriteta ustvarjati vrednost za deležnike. Če angloameriški sistem postavlja v ospredje »finančno«
mišljenje, kontinentalna različica spodbuja

pozornost k dolgoročnemu razvoju podjetij in dejavnosti. Torej govorimo o dolgoročnosti nasproti kratkoročnosti.

V realnem svetu pa ni modela, ki bi ga lahko konsistentno aplicirali v celotni kontinentalni Evropi. Pa tudi jasne razmejitve med renskim in anglosaškim slogom kapitalizma ne moremo narediti. Npr., vse več kazalnikov kaže na povečano podjetniško aktivnost v Nemčiji v preteklih letih, ki je bila naravnana k povečanju *shareholder value* (SHV), medtem ko so v Veliki Britaniji podjetja z najboljšimi upravami začela vzpostavljati dolgoročne odnose z deležniki. Lahko rečemo, da so različne poslovne kulture izpostavljene postopnemu procesu zbliževanja.

1.2.3 Enotirni in dvotirni sistem upravljanja podjetja

Po kriteriju organov družbe poznajo razvita tržna gospodarstva dve ureditvi sistemov upravljanja (ZGD, 2002, str. 737):

- enotirno (brez nadzornega sveta) in
- dvotirno (z nadzornim svetom) upravljanje.

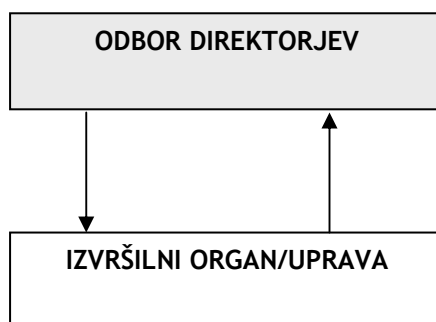
Pomembna razlika med enotirnim in dvotirnim sistemom upravljanja je v oblikovanju nadzornega sveta, ki od lastnikov prevzema funkcijo pri imenovanju, nadzoru in odpoklicu poslovodnega organa (Kralj, 2003b, str. 4).

Razlike med enotirnim in dvotirnim sistemom upravljanja so posledica razvoja trgov kapitala, lastniške strukture in vrednot. Zakonodaja EU ne daje prednosti nobenemu, ampak uvaja nadnacionalno obliko gospodarske družbe *Socetas Europae* (s. e.), ki temelji neposredno na evropskem pravu in ne na pravu članice. Ustanovitelj s. e. lahko izbira med eno- ali dvotirnim sistemom upravljanja, kar pomeni, da lahko (od oktobra 2004) v Sloveniji ustanovljamo družbe z enotirnim sistemom, ki jih pozna anglosaško okolje (Vozel, 2004a, str. 12).

1.2.3.1 Enotirni sistem upravljanja

Enotirni sistem upravljanja (Slika 1.3) je upravljanje z direktorskim odborom. Ni nadzornega sveta, kar pomeni, da se interesi delničarjev ne uveljavljajo z večino v nadzornem svetu (Bohinc, 2001, str. 286).

Slika 1.3: Enotirni sistem upravljanja



Vir: Bohinc, 2001, str. 286.

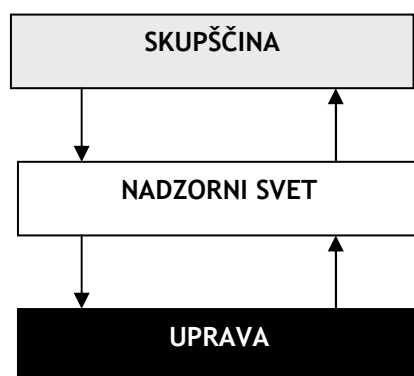
V odborih direktorjev ameriških korporacij je vse več neodvisnih zunanjih direktorjev, ki jih v dvotirnem sistemu ne poznajo. Neodvisni direktorji v ameriških korporacijah določijo sestav komitejev za določena področja, npr. notranja finančna revizija, imenovanja odbora direktorjev itd. Ameriške finančne institucije, npr. newyorška borza, so vplivale na vedno večje število neodvisnih direktorjev. Zahteva po neodvisnih direktorjih tako ni zahteva zakonodaje, temveč finančnih institucij (Bohinc, 2001, str. 286).

Enotirnemu sistemu upravljanja pogosto očitajo, da lahko uprava izkorišča računovodske metode in s tem zavaja delničarje pri izkazovanju dejanske vrednosti družbe. Nadzorni svet naj bi pri dvotirnem sistemu tako ravnanje preprečeval. Vodenje gospodarskih družb enotirnega sistema terja večjo osebno odgovornost direktorjev po doseganju uspešnega poslovanja, saj tako vodenje nima nadzornega sveta (Kralj, 2003, str. 5).

1.2.3.2 Dvotirni sistem upravljanja

Dvotirni sistem upravljanja (nemški pravni red), ki je prikazan na sliki 1.4, poudarja razliko med delničarji oziroma lastniki kapitala in upravo, ki vodi poslovanje družbe. Med lastniki kapitala in upravo je nadzorni svet, ki povezuje delničarje z upravo in razrešuje njune nasprotujoče si interese. Poleg skupščine delničarjev, nadzornega sveta in uprave so v dvotirnem sistemu tudi predstavniki delavcev v organih družbe. Ob notranjih odkupih so predstavniki sveta delavcev tudi lastniki.

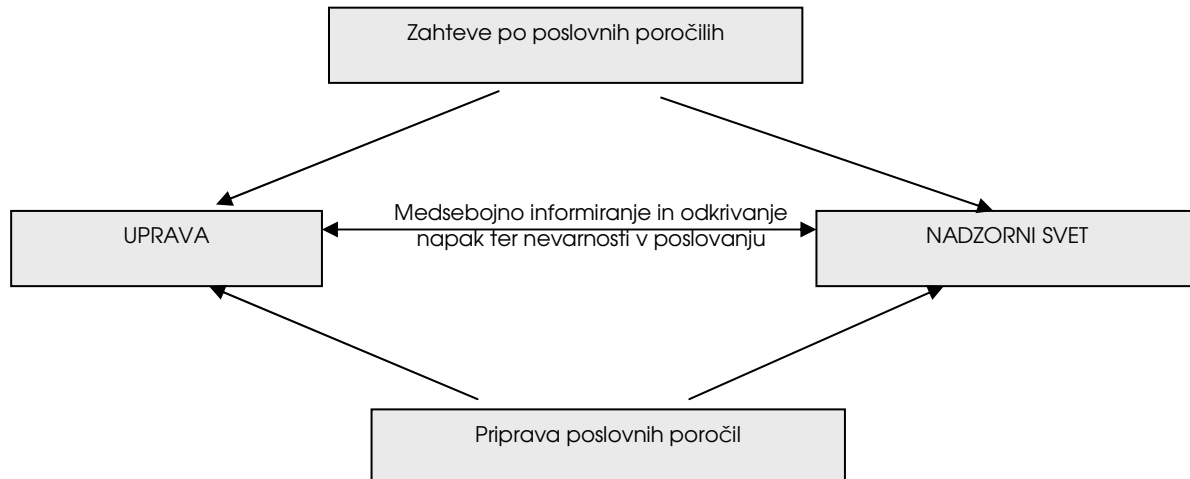
Slika 1.4: Dvotirni sistem upravljanja podjetij



Vir: Tekavčič, 1998, str. 122.

V dvotirnem sistemu nadzorni svet izvaja nadzor nad upravo in poslovanjem družbe (Slika 1.5). Tega organa enotirni sistem nima. Nadzor poslovanja, ki ga opravlja nadzorni svet, je dejansko nadzor nad delom uprave. Osnove za uspešno nadziranje uprave so: ustrezna poročila (npr. o načrtovani poslovni politiki, donosnosti družbe ipd.), ki jih mora pripravljati uprava, in strokovna usposobljenost članov nadzornega sveta, za razumevanje poslovanja strokovnih poročil uprave (Tekavčič, 1998, str. 124).

Slika 1.5: Informacijska zveza med nadzornim svetom in upravo



Vir: Tekavčič, 1998, str. 124.

Kralj (Kralj, 2003, str. 7) v svojem delu navaja Osnovo neodvisno poročilo o slabostih dvotirnega sistema upravljanja podjetij, kjer so navedene naslednje slabosti:

- nadzorni svet večinoma nastopa kot svet svetovalcev in ne kot nadzornikov poslovanja;
- nadzorni svet pogosto ne prejema vseh potrebnih informacij, kar je posledica nerednega zasedanja z upravo;
- raznolika sestava delničarjev v nadzornem svetu zavira proces odločanja in odzivanja družbe na razmere trga.

Zgoraj navedenim slabostim lahko oporekamo s tem, da je uprava dolžna poročati nadzornemu svetu informacije o poteku poslovanja, kot je nadzorni svet dolžen nadzirati poslovanje uprave.

Prednosti dvotirnega sistema upravljanja so (Aste, 1999, str. 16):

- jasno določene pristojnosti in obveznosti uprave (ločnica med upravo in nadzornim svetom jasno opredeljuje naloge obeh organov in dopušča nadzornemu svetu boljši vpogled nad vodenjem uprave);

- manjše število članov dvotirnega sistema omogoča hitrejše sprejemanje odločitev (ravno tako manjše število kljubuje togosti večjega števila članov nadzornega sistema);
- omogoča »netradicionalnim« kandidatom, da se povzpnejo na mesta direktorjev in takšni direktorji navadno zagotavljajo preseganje klasičnih sporov med direktorji (gre za izpostavljanje kandidatov z ustreznim »korporativno-strokovnim« znanjem v nasprotju s kandidati, ki imajo strokovno izobrazbo iz elitnih šol in premorejo poslovne zveze) ter
- predstavlja dobro javno podobo družbe, kar zagotavlja lažje pridobivanje tujega kapitala (javnost zaznava pomen nadzora, ki ga izvaja nadzorni svet nad delovanjem uprave, in tako je zaupanje mogočih vlagateljev večje).

Slabosti dvotirnega sistema upravljanja so (Aste, 1999, str. 20):

- formalnost (problem poročanja direktorjev nadzornemu svetu);
- togost (uprava pogostokrat nasprotuje omejitveni naravi nadzornega sveta pri sprejemanju poslovnih odločitev);
- stroški (nadzorni svet, seje, sklicevanje, preklic sestankov ipd.);
- neravnotežje moči (nadzorni svet lahko »uresničuje preveč moči« nad delom uprave).

Uprava mora z vodenjem poslov družbe uresničevati interese družbe, delničarjev, vlagateljev in zaposlenih. Nadzorni svet pa je posebni oziroma vmesni organ med upravo in skupščino, ki nadzoruje vodenje poslov uprave in tako zagotavlja, da uprava uresničuje navedene interese.

Ugotavljanje učinkovitosti enotirnega oziroma dvotirnega sistema upravljanja je težavno. Morda lahko »evropski model poslovne odličnosti«, ki presoja poslovno uspešnost družb v sodobnih pogojih gospodarjenja, ponudi odgovor o večji ustreznosti družb enotirnega oziroma dvotirnega sistema upravljanja.

1.3 Dejavniki razvoja sistemov upravljanja

Da bi zagotovili vzdržen (enakomeren) razvoj in socialno enakost, je cilj sistema upravljanja prispevati k oblikovanju široke in globoke usposobljene baze znotraj EU. Alokacijske strategije gospodarskih družb predstavljajo pomembno determinanto pri doseganju širine zgoraj zastavljenega cilja. Primarno delovanje reforme sistemov upravljanja se nanaša na institucije sistemov upravljanja, da bodo omogočale boljšo podporo inovacijskemu procesu, ter na proces sistemov upravljanja, ki bo znotraj okvirov zgornjih institucij spodbujal strategije družb, ki so nasledile alokacijo resursov in donosov, na širšo in globlje usposobljeno bazo, kamor se vključuje tudi organizacijsko učenje (Laznick, 1998, str. 11).

Med institucije sistemov upravljanja prištevamo tiste, ki se med seboj razlikujejo v drugačnih relacijah s krajem, kjer se oblikujejo odločitve, ter alokacija virov in donosov. Delimo jih na:

- izvršilne (določajo odgovornosti in usposobljenost vpletenih ljudi);
- nadzorne (določajo hierarhijo odgovornosti ter pravico vplivanja in interveniranja);
- svetovalne (določajo udeležence, med katerimi tečejo postopki, za katere se zbirajo informacije in podpora za odločitve) in
- zakonodajne (regulatorne) institucije (določajo zakone in pravila, ki onemogočajo oziroma pospešijo sprejem določenih odločitev (Laznick, 1998, str. 11).

Zaradi prepletenosti različnih mehanizmov upravljanja in razlik v institucionalnem okolju v današnjem času v svetu ni enotnega sistema upravljanja podjetij. Zaradi posebnosti industrijskih, socialnih in političnih struktur ostajajo nekatere razlike med anglosaškim in evropskim sistemom ter med državami znotraj teh dveh skupin sistemov. Razlike so tudi med podjetji v okviru države, odvisno od stopnje razvoja (starosti) podjetja in značilnosti panoge (razpršeno lastništvo naj bi bilo tako ustrežnejše za podjetja v panogah, ki zahtevajo veliko inovacij, visokotvegane

naložbe in veliko prožnost pri poslovnih odločitvah (Gregorič, 2003b, [URL: <http://www.finance-on.net/id=64837>]).

1.3.1 Zakonska ureditev

Sistem upravljanja pomaga podjetjem in gospodarstvu pritegniti investicije in učvrstiti temelje za dolgoročno učinkovitost in konkurenčnost na različne načine. Najprej z zahtevo po transparentnosti v transakcijah, računovodstvu in nadzoru (*transactions, accounting and auditing proces*). Na strani ponudbe je korupcija tista, ki neustrezno izkoristi proizvodjalne sile in s tem odžene potencialne investitorje.

Prvič, sistem upravljanja izboljša management z vzpostavitvijo razmerij med nadzorniki in managementom, ki skupaj razvijata strategijo podjetja, kar posledično spet zagotavlja zanimiv tržni nastop podjetja na trgu, z vidika investitorjev oz. potencialnih prevzemnikov. Drugič, z uvajanjem standardov transparentnosti do investitorjev in kreditodajalcev - trden sistem upravljanja pripomore k preprečevanju sistemskih bančnih kriz, celo v državah, kjer se z večino podjetij ne trguje na organiziranem trgu. Zadnje raziskave pa kažejo, da imajo države z močnejšim sistemom varovanja manjšinskih delničarjev večje in likvidnejše kapitalske trge. Skupni učinek, ki je najbolj opazen, je zaupanje javnosti v integriteto procesa privatizacije in pomoč državi v doseganju najvišjih donosov na investicijo (ROI), kar v končni fazi privede do spodbujanja zaposlovanja in ekonomske rasti. Pozitivni učinki sistemov upravljanja so očitni, kar skupaj s procesom globalizacije postavlja tovrstne mehanizme med prioritete za podjetja in države. V določenih primerih pomeni to tudi uvajanje temeljnih sprememb. Družbe morajo spremeniti način poslovanja, vlade pa morajo zagotoviti ustrezen zakonski okvir. Brez pravil in obvezujočih norm pride do pojava ali nadaljevanja anarhije, kjer, ko govorimo o gospodarstvu, kmalu naletimo na izraz »casino kapitalizem«. V tej obliki kapitalizma so investicije preprosto stave - na izpolnjevanje obljub, govorjenje resnice, poštenost ipd.

Konkurenčnost določenega gospodarstva predstavlja pomemben dejavnik zunanjega nadzora, ker prisili podjetja k učinkovitejšemu poslovanju in višji produktivnosti, sicer obvladujejo manjši tržni delež in postopoma izginejo s trga. Pomanjkanje konkurenčnosti odvrača razvoj podjetništva, spodbuja kršitve managementa in korupcijo ter znižuje raven produktivnosti. Navedeno predstavlja smo en vidik, zakaj je nujno, da je zakonodajni okvir posamezne pravne države oblikovan tako, da je ekonomija tržna, vendar pravična in konkurenčna. Pravna veja države lahko to uredi z odstranitvijo vstopnih ovir, zakonsko ureditvijo konkurenčnega trga in protitrustovskimi zakoni, eliminacijo instrumentov protekcionizma in obstoječega monopolizma, eliminacijo preferenčnih shem (*preferential treatment schemes*), kot so kvote, davčne olajšave/izjeme, podpore. Temu pa naj bi sledile obveze o poštenem poslovanju, odstranitev omejitev do neposrednih tujih investicij in menjave s tujino ter znižanje stroškov zagona in delovanja zunanjih služb (*formal businesses*).

Naslednji, nič manj pomemben dejavnik tržnega gospodarstva pa je obstoj trga za nadzor poslovanja podjetij. Trg, ki disciplinira notranje udeležence in jih spodbuja k izboljšanju uspešnosti podjetja ali tveganju po izgubi nadzora in soočenju z bankrotom. To pomeni, da podjetja ali investitorji ob izpolnjenih določenih pogojih prevzamejo nadzor nad podjetjem v upanju, da bodo z lastnim upravljanjem ustvarili dodano vrednost. V takšnih primerih morajo biti posebni zakoni in uveljavljena pravila jasni in nedvoumni.

Če zgoraj napisano strnemo, lahko rečemo, da je sistem upravljanja dober, če zmanjšuje tveganje, spodbuja učinkovitost, izboljša dostop do kapitalskega trga, pogojuje tržnost blaga in storitev, spodbuja vodenje (*leadership*) ter demonstrira transparentnost in socialno odgovornost.

Sistem upravljanja pa je po navedenih kriterijih lahko dober v tisti pravni državi, ki ima v prvi vrsti zakonske okvire naravnane tako, da izpostavijo nujnost obstoja sistemov upravljanja in poudarijo pomen lastniške strukture. Med prve korake gotovo sodijo ustrezna opredelitev pravic delničarjev podjetja (zunanjih in

notranjih), enakopravno obravnavanje delničarjev, vloga deležnikov, razkritje in transparentnost ter odgovornost nadzornega organa.

Da sistemi upravljanja niso enotni in da tudi tendence na tem področju ne delujejo v tej smeri, je v svoji raziskavi prikazal Gullien (1999, str. 11), ki je s pomočjo šestih indikatorjev (raven neposrednih investicij tujih podjetij, ki so pod vplivom sistemov upravljanja matične države; upravljavska vloga institucionalnih investorjev; delež kapitala, ki ga imajo posamezne skupine lastnikov; prisotnost dolgoročnih vzpodbud za nagrajevanje vodilnih kadrov; pogostost sovražnih prevzemov; ravnovesje med dolžniškimi in lastniškimi viri financiranja v nefinančnem sektorju) analiziral stopnjo konvergence med različnimi modeli upravljanja podjetij. Ugotovil je, da globalizacija spodbuja podjetja in države k raznolikosti in uporabi različnih pristopov konkurence. Zbliževanje zavrača s tremi argumenti, ki se nanašajo na pravni, institucionalni in politični vidik upravljanja podjetij. Prvič, sistemi upravljanja so globoko zakoreninjeni v regulativno tradicijo na področju bančne, delovne, davčne in konkurenčne zakonodaje, ki se v bližnji prihodnosti ne bo bistveno spremenila. Pravni sistemi so kompleksen splet zakonodaje z različnih področij, ki zahteva uvajanje sprememb v paketu za vsa področja, postopno spreminjanje in prilagajanje področij pa je zelo omejeno. Drugi Gullienov argument je, da so sistemi upravljanja vgrajeni v druge institucionalne dogovore, ki neposredno vplivajo na tekmovanje podjetij v globalnem gospodarstvu. Tretji argument govori o raznolikosti sistemov političnega odločanja, za katere je poenotenje med državami malo verjetno.

Sistem upravljanja gospodarskih družb je zgrajen na podlagi zakonskih pravil, ki mu le opredeljujejo prostor, s tem ko mu določajo meje. Narava gospodarskih družb je taka, da ne omogoča natančnejšega in s tem restriktivnega zakonskega urejanja. Preveč tesno zakonsko urejanje bi zato znatno omejilo prilagodljivost gospodarskih družb ter njihovo zmožnost iskanja rešitve, ki jim v konkretnih okoliščinah omogoča rast in razvoj. To je slabo za gospodarsko družbo, njene delničarje in vse deležnike v njej ter tudi za gospodarstvo kot celoto, saj lahko znatno omeji produktivnost in svobodno gospodarsko pobudo posameznih subjektov. Bistvo dobrega sistema upravljanja gospodarskih družb so samostojne odločitve subjektov (uprav,

nadzornih svetov, delničarjev ...), kako v okviru zakonskih možnosti oblikovati medsebojne odnose skladno s smernicami in z navodili, ki jih določajo kodeksi vladanja podjetjem. Sistem upravljanja v podjetju je učinkovit samo, če se uporablja v praksi. Pogoj za to je dobra usposobljenost in poučenost širšega posloводства in članov nadzornih svetov o principih sodobnega upravljanja podjetij.

Glavno vodilo pri sprejemanju zakonov, predpisov in neobvezujočih pravil je v večini držav povečanje zaščite delničarjev, predvsem s povečanjem preglednosti dela uprave oziroma nadzornih svetov ter njihove neodvisnosti. S tem se povečata tudi preglednost in urejenost delovanja gospodarskih družb na splošno, kar posledično pomeni večje zaupanje investitorjev v finančne trge in s tem konkurenčnost posameznih gospodarstev (Zajc, 2004, str. 19).

Kot alternativa zakonski ureditvi se pojavlja tudi samoregulacija, ki naj bi vplivala predvsem na ključne razloge, zakaj se pojavljajo škandali. To so nepoštenost, pohlep in prikrivanje. Del samoregulacije so lahko kodeksi, ki jih predstavljamo v Tabeli 1.1. na strani 36. Med prednosti samoregulacije prištevamo neposredno bližino (samoregulativne organizacije so po navadi v neposredni bližini panoge, ki jo nadzorujejo, kar pomeni, da dobivajo bolj detajlne in tekoče informacije o panogi, medtem ko zakonodajni organi običajno posredujejo pozneje). Zelo pomembne prednosti so še: fleksibilnost (niso vezane na proceduralne postopke), sporazumnost (lahko vzpodbudijo višjo raven sporazumnosti), skupni interes industrije/panoge (učinkovito medsebojno nadzorovanje konkurence) in viri (boljši in lažji nadzor nad potrebnimi viri).

Slabosti samoregulacije se odražajo v konfliktu interesov (boljše poznavanje panoge še ne pomeni, da bo nadzornik dajal ustrezne pobude, ki bodo pripomogle k večji učinkovitosti). Temu lahko sledijo še neprimerne sankcije (lahko so zahtevane zanemarljive sankcije za nezaslišane prestopke), podtikanje (ujemanje z zakoni je lahko nezadostno nadzorovano), globalna konkurenca (če tuji trgi niso enako obremenjeni s primerljivo zakonodajo, potem lahko agresivna samoregulacija postavi domače družbe v resno nevarnost) in nezadostni viri (Coglianese, Healey, Keating, 2004, str. 1-13).

1.3.2 Konkurenčnost narodnega gospodarstva

Povečanje konkurenčnosti je posledica prestrukturiranja družb. To pomeni spreminjanje organizacijske strukture v težnji po povečanju donosa na vloženi kapital. Ustrezen sistem upravljanja je dobra osnova za doseganje donosa na vloženi kapital skladno s pravnimi pravili, ki jih določa Evropska skupnost.

Brez konkurence ni mogoče graditi kulture dobrega sistema upravljanja. Zdrava konkurenca omogoča učinkovito rabo finančnih in operativnih virov oziroma osredinjenje na učinkovitost, zniža izkrivljanje cen, zniža tveganje zgrešenih investicij ter poganja večjo odgovornost in transparentnost pri poslovnih odločitvah in pospešuje boljši sistem upravljanja.

Največ truda pri nadgradnji sistemov upravljanja je bilo vložena v državah kot so Malezija, Češka republika ter Čile. Kot pomoč so mednarodne skupnosti (OECD, WB, APEC in IOSCO) izdelale vodiče o načelih in kodeksih upravljanja. Največja pozornost je usmerjena na podjetja in ukrepe (predpise), ki ščitijo pravice delničarjev in vodijo upravljanje dela managerjev in direktorjev. Pri tem je treba poznati razmere v okolju, kar vključuje stopnjo konkurenčnosti, vstopne in izstopne ovire ter odprtost gospodarstva. V večini držav v razvoju po navadi majhen delež podjetij obvladuje velik delež trga blaga in storitev.

Ta podjetja so običajno v lasti nekaj velikih delničarjev, kar pomeni naslednje:

- koncentracija trga in
- koncentracija lastništva (Khemani, Leechor, 2000, str. 6).

Investitorji iščejo podjetja, ki poslujejo učinkovito, obravnavajo delničarje enakopravno in delujejo skladno z visokimi standardi razkritja podatkov. Z uvajanjem dobrega sistema upravljanja si podjetje lahko pridobi dober ugled in učinkovit dostop do finančnih virov, kar posledično vpliva na zmožnost tekmovanja. Po učinku je sistem upravljanja podjetij instrument konkurenčne strategije. Ključna vloga konkurence je spodbuditi ekonomsko svobodo/neodvisnost, kar

omogoča priložnosti za nove podjetnike, več idej se sooči s testi trga. Podatki kažejo na pozitivno povezavo med konkurenčnimi trgi in kakovostjo sistemov upravljanja.

1.3.3 Kodeksi upravljanja podjetij

Kodeksi upravljanja podjetij so zbir neobveznih pravil, standardov in dobrih praktičnih izkušenj, ki poleg korporacijske zakonodaje in notranjih aktov podjetij urejajo sisteme upravljanja v podjetjih in ravnanje njihovih udeležencev. Med poznavalci sistemov upravljanja se večkrat srečamo z vprašanjem, kaj je bolj učinkovito: kodeksi ali zakon.

Kodeksi so različni glede na kulturno okolje, gospodarske in finančne tradicije ter lastniško strukturo. Lahko jih delimo na nadnacionalne, nacionalne in institucionalne kodekse, v odvisnosti od avtorja. Izbrani primeri kodeksov:

- nadnacionalni kodeksi so: OECD, ICGN, CACG;
- nacionalni kodeksi so: Vienot Report (Francija), Cadbury Report, Greenbury Report, Hampel Report (Velika Britanija);
- institucionalni kodeksi so: Calpers, Hermes Investment Management, Amnesty International (Müller, Kaspar, 2002, str.5).

Kodeks vladanja gospodarskim družbam je načelno, pravno nezavezujoč sklop principov, standardov in priporočenih ravnanj (*best practice*), ki ga sprejme določeno kolektivno telo z namenom opredelitve učinkovitejšega vladanja gospodarskih družb. Izdajatelji kodeksov so različni: različne državne in paradržavne organizacije, združenja managerjev, poslovna, gospodarska in akademska združenja ter investicijske organizacije. Posledica tega je, da so si zelo različni tudi mehanizmi uveljavljanja in statusi posameznih kodeksov. Večinoma kodeksi niso prisilno obvezujoči. Toda kljub temu imajo določeno moč in pomen, saj gre za avtonomne norme, o katerih je prisotno soglasje akterjev, ki jih sprejemajo. Namen kodeksa ni, da zniža nagrade ali odpravi udeležbo pri dobičku,

ne da bi se pri tem spremenil sistem. To bi bilo slabo za delničarje, ki morajo imeti učinkovite in odgovorne nadzornike.

Kodeksi imajo po svoji vsebini in uporabnosti vsaj dve funkciji. Prva je regulatorna funkcija (kodeks natančneje določa standarde učinkovitega in odgovornega upravljanja in vodenja družb, saj pravila kodeksa izpolnjujejo in dopolnjujejo zakonske določbe). Druga in nič manj pomembna je komunikacijska funkcija (kodeks povzema veljavne zakonske določbe v kompaktni in skrajšani obliki ter s tem olajša dostop do informacij investitorjem in promovira gospodarski prostor doma in po svetu) (Štruc, 2005, str. 4).

Evropska managerska konfederacija je izdala 10 zapovedi za trajnostno upravljanje podjetij, ki pravi, da so podjetja eden izmed stebrov družbe in da je želja po dobičku nujna. Poudarja pomembno vlogo podjetja pri omogočanju napredka (pospeševanje razvoja skupnosti, v kateri delujejo), okoljske vidike (podpora trajnostnemu razvoju, ohranitev naravnih virov) in širšo odgovornost podjetja (do delničarjev, deležnikov, zunanjega okolja). Osnovni cilj vsakega podjetja je lastni razvoj, in sicer ob upoštevanju, da so zaposleni v podjetju najbolj dragocena pridobitev, če sta jim zagotovljena varnost pri delu, zaščita pred nevarnostjo in izogibanje stresu. Ob vsem navedenem ne smemo pozabiti na prestukturiranje podjetij in spodbujanje socialne udeležnosti (www.zdruzenje-manager.si).

Poleg zgoraj navedenih zapovedi, ki se skladno z zakonsko ureditvijo vsake države prilagodijo, pa se je treba zavedati tudi naslednjega. Člani managementa in nadzornega sveta morajo v okviru svojih zadolžitev ravnati skrbno in odgovorno. Pri sprejemanju odločitev se morajo izogibati morebitnim konfliktom interesov in ravnati v interesu družbe oziroma delničarjev. Vse to velja ne glede na sistem upravljanja. Odgovornost članov obeh organov je kolektivna v vseh pravnih sistemih držav članic EU. Kako je odgovornost članov posameznega organa opisana v kodeksih, je odvisno od njihovega namena. Zlasti zanimiva je razlika med kodeksi, katerih namen je zaščita interesov delničarjev, in kodeksi, katerih namen je povečati kakovost delovanja nadzornih svetov. Določitev temeljnega interesa je odvisna od razmerja moči med delničarji in deležniki oziroma od razmerja moči

med organi in lastniki v posamezni družbi. Konfliktom interesov se ni mogoče povsem izogniti, zlasti ne v manjših gospodarskih prostorih, kjer je prepletenost kapitala, ljudi in interesov toliko večja (Možina, 2003, str. 17-20).

Vse močnejša globalna investicijska skupnost, podprta s spremenjeno vlogo medijev in hitro razvijajočimi se informacijskimi tehnologijami, je postavila sistem upravljanja podjetij pod drobnogled. V proces so se poleg medijev začeli aktivno vključevati tudi mednarodne institucije in nacionalni odbori. Med ključne dokumente sodi Cadburyjevo poročilo, ki je večkrat poimenovano tudi *Magna Carta corporate governancea* in velja za enega prvih in najvplivnejših dokumentov na svojem področju. Zgodovinsko gledano je bilo prvo uradno nacionalno gradivo z obravnavanega področja t. i. Boschevo poročilo v Avstraliji, ki je nastalo že leta 1991, in sicer kot priporočilo upravnim odborom za uporabo načel delovanja, ki so najprimernejša za specifične pogoje, v katerih delujejo.

Okvir, ki ga postavljajo priporočila primerjalnih študij evropskih kodeksov in sprememb evropskega prava družb in sistemov upravljanja podjetij, določa le temeljna načela za večjo preglednost sistemov upravljanja, ozaveščenost in odgovornost podjetij do svojih deležnikov, ne glede na lastniško sestavo in organiziranost odločanja v podjetju.

Tuji kodeksi v Evropi priporočajo:

- francoski kodeks (*Hellebuyck Commission Recommendations*) svetuje, naj družbe svoje delničarje na skupščini spodbudijo k dajanju predlogov (sklepov) in izvrševanju glasovalne pravice;
- irski (*IAIM Guidelines*) in britanski (*The Combined Code/Turnbull Report*) navajata, naj na skupščini družbe na vprašanja odgovarjajo predsedniki revizijske in kadrovske komisije ter komisije za nagrajevanje managerjev;
- nemški *Crome Commision Code* in britanski *Hermes Code* družbam priporočata, naj zaradi preglednosti in dostopnosti odločanja omogočijo spremljanje skupščin prek interneta;

- evropski kodeks OECD *Principles* od članov upravnih organov zahteva razkritje vseh njegovih lastnih materialnih interesov, poslov med njimi in družbo ter drugih zasebnih zadev, povezanih z družbo;
- več kodeksov pravi, naj se na skupščini in v letnem poročilu razčlenijo elementi nagrajevanja uprav in nadzornih svetov za prihodnje obdobje (pravila, postopki, letne nagrade, plačila v stvareh, opcijska upravičenja, posojila, bonitete);
- v Franciji priporočajo razkritje podatkov o izplačilih za vse izvršne direktorje in še za deset drugih najbolje plačanih managerjev družbe;
- nemški kodeks (*German Panel Rules*) pri imenovanju članov NS predlaga, naj se v ta organ ne vključuje upokojenih članov managementa;
- restriktivno francosko določilo (*Hellebuyck Commission Recommendations*) trdi, da je neodvisen član NS, kdor »ni bil nikoli zaposlen v družbi, ki ni bil manager ali predsednik nadzornega organa družbe ali povezanih družb, kdor ni delničar ali predstavnik večjega delničarja ali drugače povezan z velikim delničarjem oziroma z njegovimi povezanimi družbami niti ni predstavnik drugih družb, poslovno ali finančno povezanih z družbo ali njenimi odvisnimi družbami);
- belgijski kodeks (*Dual Code of the BSE/CBF*) pravi, naj bo višina nagrade nadzornika sorazmerna s časom, ki ga ta porabi za opravljanje funkcije, in naj plačilo ne bo povezano z izidom poslovnega leta, ampak s srednjeročnim in z dolgoročnim povečanjem premoženja družbe;
- nemški (*Berlin Initiative Code*) priporoča, naj nadzorni organ redno in sistematično ocenjuje svoje delo; če je delo slabše od dela drugih članov, naj predlaga njegovo razrešitev). (Bajuk, Kostrevc, Podbevšek, 2004, str.2).

Značilnost kodeksov upravljanja je klavzula *comply or explain* (upoštevaj ali pojasni). Kodeks s tem zavezuje vodstvo, da javno objavi spoštovanje kodeksa ali razloži, katerih določb ni spoštovalo in zakaj. Kršitve so negativno znamenje delničarjem, da gre za družbo s sumljivim sistemom vladanja, razen če so vzroki tehtni. Praksa, ki jo družba razvije v okviru lastnega sistema upravljanja podjetij,

je lahko tudi ustrenejša. Klavzuli je mogoče zadostiti ali z izjavo v letnem poročilu ali s posebno javno izjavo (Vozel, 2004a, str. 21).

Tabela 1.1: Primerjava kodeksov

	Kodeks upravljanja javnih delniških družb	Kodeks podjetniške kulture	Sarbanes Oxley Act
PRIPRAVLJAVCI	Ljubljanska borza, Združenje Manager, Združenje članov nadzornih svetov	Gospodarska zbornica Slovenije	Ameriški zakonodajni organ
VSEBINA	Povzetek najpomembnejših zakonskih določb, ki skupaj s priporočeno prakso delovanja organov javnih delniških družb celovito predstavljajo veljavno ureditev upravljanja	Pravila podjetniškega obnašanja, ki prispevajo k dvigu poslovne morale in posledično k uspešnejšemu podjetništvu	Zapisi ukrepov za dvig zaupanja v kapitalski trg
NAMEN	Natančnejša določitev standardov upravljanja, vodenja in nadzora javnih delniških družb v slovenskem prostoru	Zbir dobrih poslovnih običajev za vse subjekte, ki opravljajo pridobitno dejavnost na splošno	Pridobiti zaupanje investitorjev v ameriški kapitalski trg
ZA KOGA	Domači in tuji investitorji	Vse gospodarske družbe	Vse družbe, ki kotirajo na ameriških borzah ali so objavile javno ponudbo vrednostnih papirjev v ZDA
CILJ	Povečanje zaupanja v naložbe v slovenski prostor	Zaščita interesov vseh udeležencev v življenju gospodarske družbe	Preprečiti vzroke finančnih škandalov oz. odpraviti pomanjkljivosti ameriškega sistema upravljanja
PODROČJE UPORABE	Slovenija	Slovenija	ZDA

Vir: lastni vir

Kodeksi vladanja gospodarskim družbam (Tabela 1.1), se ukvarjajo predvsem z urejanjem konfliktov interesov med člani organov družbe in družbo samo.

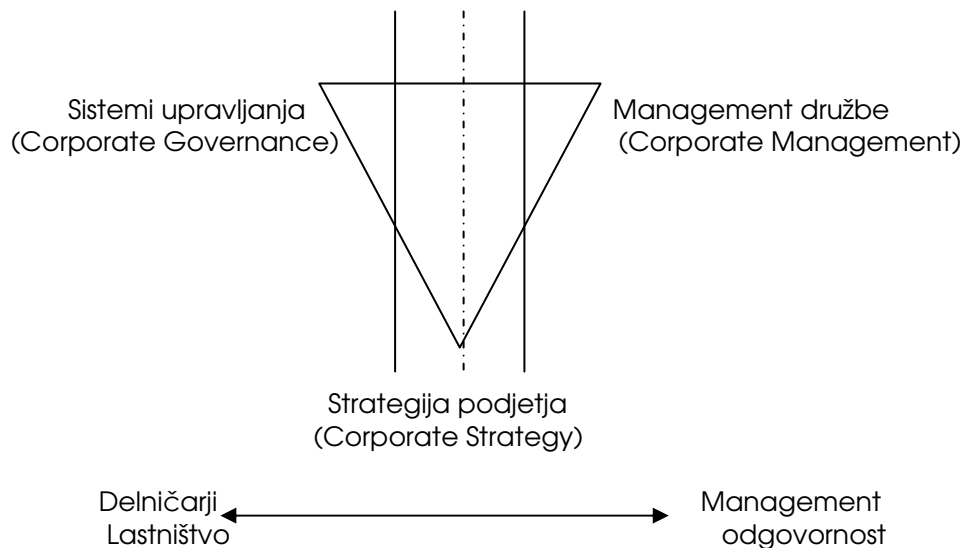
Konfliktov interesov, ki nastajajo znotraj poslovanja družbe, splošni kodeksi ne urejajo. To področje mora urediti management s pomočjo notranjih pravil družbe (Možina, 2003, str. 20).

1.3.4 Drugi

Med pomembnejše dejavnike, zakaj se je, zgodovinsko gledano, zgodil razvoj sistemov upravljanja, je pomembno prišteti tudi vplivnost sistemov upravljanja na odločitve uvrstitve podjetij na borzo. Boljše upravljanje podjetij namreč za lastnike zvišuje vrednost njihovega premoženja. Borzna podjetja so bolj verjetneje prevzemne tarče, strah pred prevzemom pa managerje spodbuja k boljšemu delu.

Zlomi *dot.com*, finančni in družbeni škandali, računovodske in nadzorniške napake so sprožili opozorilne znake in postopno način razmišljanja znotraj različnih disciplin managementa. Sistem upravljanja ne more delovati sam po sebi in sam s seboj. Srečevanje različnih disciplin managementa in njihovo sodelovanje ter sovplivanje je mogoče pojasniti na naslednji način:

Slika 1.6: Discipline managementa v sistemu upravljanja



Vir: Trias, 2003, str. 12.

Pri proučevanju zgornje slike ugotovimo, da sistema upravljanja ne gre posploševati, lahko pa najdemo nekakšen splošni sporazum:

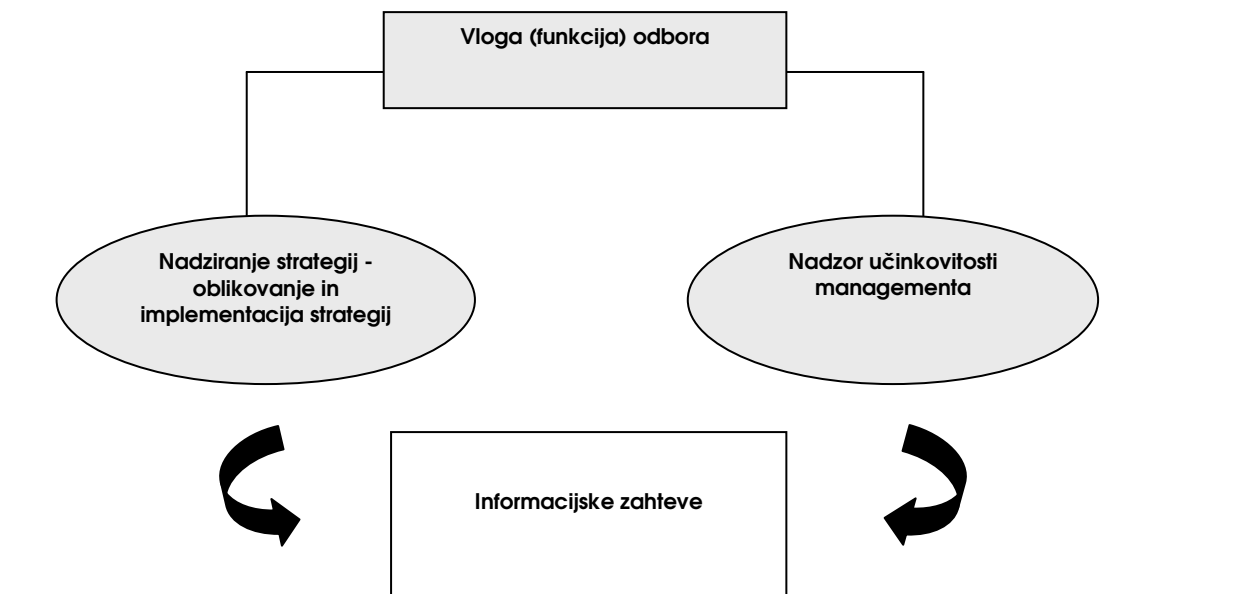
- način vodenja in pozicioniranja podjetja mora biti nadzorovan in voden tako, da odraža interese in vrednote lastnikov (sistemi upravljanja);
- podjetja nenehno iščejo prednosti, ki spodbujajo vrednote, da dosežejo stalne in višje donose na prostih virih, kjer gre za nenehno kombiniranje zmogljivosti in zmožnosti (strategija podjetja);
- spremenljivke oblikovanja odločitev razporejajo vse komponente na način, kjer bo koriščenje zmogljivosti dosegalo najvišjo učinkovitost in ustvarilo vrednostne zmogljivosti (management družbe) (Trias, 2003, str. 13).

Evropska banka za obnovo in razvoj (EBRD) je kot odziv ali odgovor na nastale škandale in finančne krize kot predstavnik pomembnih udeležencev podjetniškega okolja vodila oblikovanje načel sistemov upravljanja, ki bi služila kot primarni priročnik na tem področju. Banke, konkretno EBRD, se pojavljajo kot kreditodajalci in investitorji v državah centralne in vzhodne Evrope, zato ni vprašljivo, zakaj težijo k izboljšanju standardov sistemov upravljanja. Dobri sistemi upravljanja so odvisni od zakonskih in drugih pravnih določil, ki veljajo v določeni državi. Poleg zunanjih mehanizmov pa dober sistem upravljanja zahteva notranji kontrolni mehanizem in politiko, kar vključuje mehanizme, da zaposleni delujejo skladno z interesi podjetja in ne razkrivajo t. i. insajderskih informacij.

1.3.4.1 Informacije

Večkrat zanemarjamo dejstvo, da so informacije sredstvo in se premalo zavedamo pomena informacij v sistemu upravljanja podjetij. S tem mislimo na informacije, ki so odboru direktorjev oziroma upravljavcem na voljo, da na podlagi njih opravljajo naloge in odgovornosti, ki jih nosijo znotraj sistema upravljanja. Katere so tiste informacije, ki jih mora imeti odbor direktorjev na razpolago, in kako pravočasne morajo biti, da se lahko zagotovi izvajanje dveh ključnih vlog?

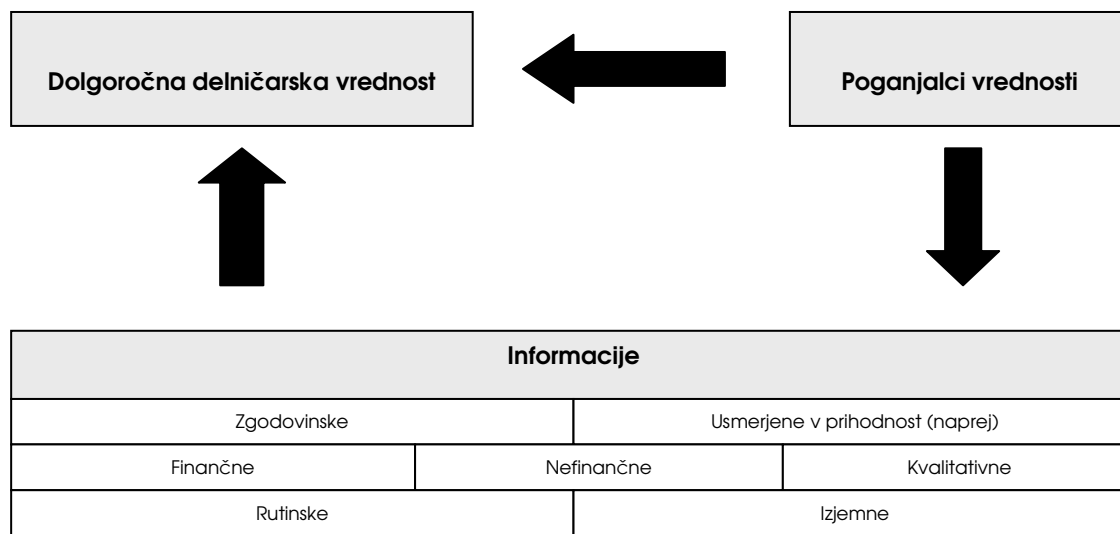
Slika 1.7: Vloge odbora in zahteve po informacijah



Vir: Teen, 2003, str. 1-6.

Eno najpomembnejših pravil sistema upravljanja je zagotavljanje pravočasnih in ustreznih informacij. V praksi se podjetja osredinijo na strukturne in običajne procese (oblike nagrajevanja, oblikovanje sestankov odbora), pri čemer pozabljajo na »mehkejš« dejavnike, kot so vrste in pogostost informacij, ki so posredovane odboru. Katere informacije se običajno posredujejo odboru? Tradicionalne finančne informacije in nekatere informacije o okoliščinah/ozadju. Naprednejša podjetja pripravljajo mesečna poročila, ki vsebujejo nekatere ključne kazalnike uspešnosti.

Slika 1.8: »Best Practice« - poročanje odboru



Vir: Teen, 2003, str. 1-6.

Primeri informacij, ki jih lahko odbor zahteva za izvajanje funkcij nadzora oblikovanja strategij in njihove izvedbe ter nadzora managementa, lahko po Teenu (Teen, 2003, str. 1-6) razdelimo v štiri skupine:

- Informacije učinkovitosti:
 - pretekle (*lag*) informacije (pretekli finančni izidi in smernice, primerjava dejanskih (aktualnih) finančnih izidov z načrti, ključni finančni kazalniki, primerjava razmerja ROI/EVA na večjih kapitalskih stroških v primerjavi z dejanskim dosežkom) in
 - vnaprejšnje (*lead*) informacije (ključni kazalniki učinkovitosti o notranjih poslovnih procesih, strankah, učenju in inovacijah, investicijah in R & R).
- Informacije prihodnosti:
 - od tri- do petletni načrti, ki vključujejo cilje in strategije;

- letni načrt dobička;
 - napovedi denarnega toka in delovnega kapitala (WC);
 - tekoče zaloge (rezerve) in napovedi prodaje;
 - načrt kapitalskih stroškov in napovedi ROI/EVA.
- Strateške informacije:
 - ključne zmožnosti in zmogljivosti družbe in konkurence;
 - obseg/rezultat inovacij (prodaja novih produktov, predstavitev novih produktov, časovna opredelitev novih produktov (*timing*), zadovoljstvo kupcev in podatki o dobaviteljih) ter
 - spremembe na trgu, v gospodarstvu in delovni sili.
- Informacije o človeških virih:
 - pristojnosti in zmožnosti ključnega kadra;
 - prihodek na zaposlenega, usposabljanje/izobraževanje, zadovoljstvo zaposlenih, zaposlovanje ter
 - usposabljanje z razvojni programi.
- Izjemne informacije:
 - etični problemi, problemi kakovosti, problemi s kupci ali prodajalci, pripombe strank;
 - izguba človeških virov ter
 - večji dogodki, kot so: nenadne spremembe v managementu, izguba večjega dobavitelja ali odjemalca.

1.3.4.2 Teorija agenta

Teorija loči agenta med funkcijama upravljanja in poslovođenja, ki sta bili v neoklasični teoriji združeni v enem človeku - neoklasičnem podjetniku.

Poslovodstvo je s to delitvijo postalo agent lastnika - principala. Teorija agenta se osredinja na neskladnost med cilji nosilcev obeh funkcij.

Agentsko razmerje se vzpostavi, ko eden izmed partnerjev (principal) delegira odgovornost drugemu partnerju (agentu). Agent je v tem razmerju stran, ki deluje, principal pa stran, ki jo agentova dejanja prizadenejo.

Predpostavlja se, da agent ne deluje vedno izključno v interesu principala, temveč sledi tudi svojim lastnim ciljem, zato principal ob prenosu pooblastil na agenta svoje interese zaščiti z oblikovanjem pogodbe, ki določa agentove naloge in način nagrajevanja. Ob omejitvah, ki jih v pogodbo postavi principal, skuša agent maksimirati svojo funkcijo koristnosti. Problem agenta se pojavi tedaj, ko začne agent sprejemati odločitve, s katerimi povečuje svojo korist na škodo principala. Zato skuša principal zmanjšati možnosti, zanj neoptimalnih odločitev z vzpostavitvijo dodatnega nadzora nad agentovim. Agentski stroški tako vključujejo stroške nadzora nad agentom, stroške pogodbenega zavezovanja in preostalo izgubo, ki jo nosi principal, saj je zagotavljanje popolnega nadzora nad agentom ekonomsko neupravičeno (Demsetz, 1997, str. 23).

Vprašanje učinkovitega nadzora nad managementom je osrednja tema ekonomske teorije agentov (*agency theory*). Torej izhaja teorija agentov iz podmene, da naj bi vsaka delitev na lastniško in upravljavsko funkcijo pripeljala k splošnemu problemu agentov. Problem agentov je preprost: če nekomu zaupamo, da se »igra« z našim denarjem, kako si lahko zagotovimo, da bo delal v našem, ne pa svojem interesu? Investitorji, ki vlagajo svoj denar v delniške družbe in druge organizacije, ki jih vodi profesionalni management, potrebujejo učinkovit nadzorni mehanizem, ki zagotavlja, da bo management delal v interesu delničarjev, in to kljub odličnim priložnostim, da svoj položaj izrabi za lastno korist.

Interes managementa je drugačen od interesa lastnikov. Medtem ko lastnika zanima predvsem donos, ima management lahko interese, ki so nasproti lastnikovim. Po eni strani gre za ekonomski interes, kako iz lastnikovega žepa vzeti čim večje plačilo. Hkrati pa ima manager tudi organizacijski interes. Manager

organizacije ne razume samo kot sredstva za proizvodnjo donosa, temveč kot organizem z lastno zgodovino, kolektiv odličnih sodelavcev in težavnih kolegov, organizacijo, vpeto v krajevno okolje, in mrežo medpodjetniških povezav ter kot osebni projekt, na katerem preizkuša svoje strateške zamisli in dokazuje svoj ego, svoj talent, svoje ambicije. Management se pri vodenju podjetja le deloma ravna po načelu maksimiranja vrednosti za delničarje. Njegov status ni odvisen le od finančnega izida podjetja, ki ga vodi, temveč od velikopoteznosti strategij, odnosa do drugih podjetij, odnosa do zaposlenih in krajevnih skupnosti ter od njegove sposobnosti, da obvladuje čim večji imperij bolj ali manj povezanih dejavnosti. Pomembnost direktorja se ne meri po donosu, ki ga ustvari za delničarje, temveč po obsegu virov, ki jih podjetje nadzoruje. Večje kot je podjetje, več ljudi in podjetij je odvisnih od managementa in temu ustrezno višji je status direktorja takega podjetja. Managerji imajo torej močno neekonomsko spodbudo, da se z lastniki spopadejo za delitev dobička. Medtem ko bi ga lastniki radi porabili, ga managerji želijo držati v podjetju, da bi podjetju zagotovili rast, si utrdili socialni status v managerski eliti in s tem vplivali na svojo ceno in prihodnje priložnosti.

Principali in agenti se obnašajo racionalno. Racionalnost je osnovna predpostavka teorije principal - agent, ki sledi iz modela »ekonomskega človeka«. Z racionalnim obnašanjem skuša posameznik doseči maksimiranje svojih koristi (Albanese, Dacin, Harris, 1997, str. 610).

Racionalnega človeka prepoznamo v tistem, ki določi svoje preference, ki razvrsti svoje preference od najbolj do najmanj zaželene in deluje v skladu s ciljem, da je potrebno doseči čim večje zadovoljstvo pri uresničevanju posameznih preferenc.

1.3.4.2.1 Agentska razmerja

Glavna tema obravnavanja omenjene teorije v tem razmerju je upravljanje podjetja, ki zajema vlogo nadzornega sveta, nagrajevanje vrhovnega posloводства in podobno. Problem agenta v takem razmerju je viden na treh področjih:

- principal in agent imata običajno različne cilje;

- principal ne more pridobiti vseh informacij, s katerimi razpolaga agent (skrite informacije) in
- principal ne more izvajati popolnega nadzora nad agentom (skrita dejanja).

Slednji dve področji lahko zajamemo pod asimetričnost informacij (Mishkin, 1995, str. 221). Asimetričnost informacije se lahko pokaže kot problem napačne izbire ali kot problem moralnega hazarda. Problem napačne izbire se pojavi že pred podpisom pogodbe: principal nima toliko informacij kot agent, da bi vedel, ali je izbrani agent dejansko najboljša izbira za principala. Problem moralnega hazarda pa nastopi ob podpisu pogodbe: agent lahko sprejme odločitve, s katerimi povečuje svoje koristi na račun koristi principala, ali pa v izvajanje pogodbe ne vključuje potrebnega napora, saj ve, da ga principal ne more učinkovito nadzorovati.

1.3.4.2.2 Možnost kontrole

Če koristi agenta sovpadajo s principalovimi, potem problema principal - agent ni. Agenti in principalali povečujejo lastne koristi. Pojav stroškov principal - agent nastane šele, ko se interes principala razhaja z agentovimi. Če so preference agenta drugačne, bo agent začel delovati v škodo principala. Nasprotovanje izvira iz njunih vlog, kjer gre za organizacijski konflikt. Verjetnost, da agent ne bo imel enakih interesov kot principal, je namreč zelo velika. Za zmanjšanje stroškov, ki so bili povzročeni s strani agenta, mora principal sprejeti določeno obliko notranje kontrole, ki bo preverjala agentovo delovanje v podjetju (Davis, Schoorman, Donaldson, 1997, str. 22).

V zadnjih letih so različne študije pokazale na pojav delovanja managerjev v škodo lastnikov. Dokazi prihajajo iz kapitalskega trga v obliki študije dogodkov (Shleifer, Vishny, 1996, str. 746). Bistvo študije dogodkov je, da v primeru, ko managerji objavijo določeno akcijo, ki jo nameravajo izvesti, cena delnic na trgu pade. Tako imajo od izdelane akcije več koristi managerji kot lastniki podjetja. Kadar se managerji odločijo za objavo izvajalske akcije (v splošnem tega niso dolžni storiti) je bolje, če je najavljena novica dobra kot pa povprečna. Še vedno se namreč dogaja, da managerji objavljajo tudi slabe novice.

Problem principal - agent se lahko pojavi že samo z napovedjo nekega podjetja o morebitnem prevzemu drugega podjetja. Podatki o morebitnem prevzemu se namreč vedno javno objavijo, toda če podatek »prehitro splava na površje«, je škoda zelo težko popraviti. Negativni donosi so najpogostejši za tiste ponudnike, katerih ravnatelji posedujejo malo lastninskih pravic. Eden izmed predlogov izboljšanja stanja so stimulatívne pogodbe ravnateljem.

Stroški principal - agent se lahko pojavijo tudi v bolj posredni obliki, saj nenadna smrt ravnateljev pogosto sovpada s porastom cen tistih delnic podjetja, s katerimi so le-ti ravnali. Največji porast cen delnic je zaznati v nekaterih velikih podjetjih, katerih veliko premoženje je bilo »trdno zasidrano« v rokah ustanoviteljev in za katere so bila značilna majhna izplačila donosov investorjem. Vzroke za tako obnašanje cen delnic gre pripisati zmanjšanju kontrole nad sprostitvijo izplačil donosov po smrti teh ravnateljev, vsaj tako menita Shleifer in Vishny (1996, str. 747).

1.3.4.3 Teorija zaupništva

Z ločitvijo med funkcijo upravljanja in ravnanja v podjetju so lastniki (principal) pooblastili ravnatelje (agente), da v njihovem imenu ravnata ljujejo v podjetju. Lastniki podjetij se morajo zavedati naslednjega: ko ravnateljem zaupajo oblast, ravnatelji s tem sprejmejo odgovornost, ki se nanaša na ravnanje podjetja, še posebej pa na sprejemanje odločitev o poslovanju podjetja. Razlike v preferencah lastnikov in ravnateljev pogosto vodijo do problema v upravljanju, ki se izraža kot problem razlikovanja med lastnino in nadzorom. V preteklosti so problem odnosa lastnik - ravnatelj razlagali in reševali v okviru teorije principal - agent. Po tej teoriji ravnatelji delujejo kot agenti, katerih interes se razlikuje od interesa principalov, lastnikov podjetja. Agenti principalom ne zagotavljajo maksimiranja njihovih koristi, zato morajo lastniki oportunistično vedenje agentov omejiti na način, da opredelijo kontrolne mehanizme, ki omogočajo uspešno nadziranje delovanja managerjev (Šink, 2003, str. 75-79).

Odrpta in nerešena vprašanja teorije principal - agent se kažejo predvsem v tem, da je dejansko težko kontrolirati delovanje ravnateljev. Zaupniška teorija (angl. *stewardship theory*), ki ima podlagi v psihologijo in sociologiji, ponuja ustreznejšo rešitev problemov v razmerju lastnik - ravnatelj. Ta teorija predstavlja model upravljanja, kjer gre za spremembo od razmerja principal - agent v razmerje lastnik (principal) - zaupnik. Zaupniki zasledujejo interese, skladne z interesi lastnikov podjetja. To pomeni, da zaupniki podpirajo tiste cilje, ki so v interesu lastnikov podjetja. Večjo učinkovitost dosežejo, če pred osebne cilje postavijo cilje podjetja. Tako razmišljanje se ujema z vedno bolj spreminjajočim se okoljem, kjer je nadzor (kontrola) vse manj učinkovit instrument upravljanja (Šink ,2003, str. 75-79).

1.3.4.3.1 Značilnosti teorije zaupništva

Zamisel zaupništva, ki jo bomo v nadaljevanju podrobneje razčlenili, postavlja pod vprašaj vse dozdajšnje oblike upravljanja in ravnanja. Zaupništvo namreč združuje ravnanje z dejanskim delom. Pojmi, kot so samointeres, odvisnost in kontrola, bodo zamenjani z delovanjem v korist lastnikov, večje odgovornosti in partnerstva.

Zaupništvo se osredinja na tiste točke, ki jih je najtežje spremeniti: distribucijo moči, kakšen je naš osnovni namen delovanja podjetja in nagrade. Zaupniška teorija, zaupništvo oziroma teorija lastnik - zaupnik ali angl. *stewardship theory* je pristop, ki govori o drugačni obliki upravljanja, ki se precej razlikuje od do zdaj že uveljavljenega pristopa principal - agent.

Zaupniška teorija se precej razlikuje od teorije principal - agent, saj po njej ravnatelji niso motivirani za doseganje individualnih ciljev, ampak delujejo kot zaupniki, katerih motivi so usklajeni s cilji principalov. Osnovna predpostavka zaupniške teorije je, da ravnatelji zaradi zadostne notranje motivacije lahko dosežejo tako dobre poslovne izide, kot si jih sami želijo. Zastavlja pa se vprašanje, kakšen uspeh bo ravnatelje zadovoljil in ali je to skladno z višino izidov preostalih udeležencev v podjetju. Zaupniška teorija največ pozornosti namenja pooblastitvenim strukturam in govori o združenem položaju glavnega ravnatelja in

predsednika usmerjevalnega odbora. Združena vloga najvišjih oblastnih struktur omogoča večjo učinkovitost kot razdeljena vloga, s tem pa privede do boljših dosežkov v korist delničarjev. Teorija principal - agent govori o ločeni vlogi višjega ravnatelja in direktorja usmerjevalnega odbora. Ugotovljeno je bilo, da v nasprotju s teorijo principal - agent, ki predpostavlja boljše izide v ohranjanju ločenih funkcij, ločena vloga ravnatelja in direktorja ne vodi k povečanju premoženja lastnikov. Po drugi strani so odkrili rahlo pozitivno razmerje med združeno vlogo in povečanjem premoženja, kar daje prednost zaupniku teoriji (Šink ,2003, str. 75-79).

V zaupniški teoriji postane agent zaupnik, ki s svojim vedenjem signalizira lastnikom, da deluje v njihov interes. Čeprav preference zaupnika in principala niso vedno usklajene, zaupnik višje vrednoti sodelovanje kot delovanje, ki bi bilo v nasprotju z interesi principala. Zaupnik se namreč zaveda, da bo dosegel večjo korist, če bo deloval kooperativno. S tega vidika se zaupnik obnaša racionalno. Zaupnik verjame, da je treba osebne cilje in cilje podjetja med seboj uskladiti ter da delovanje skladno s podjetjem pripelje do zadovoljitve osebnih ciljev (potreb). Zaupnikova možnost delovanja v okvirih podjetja je povezana z dejstvom, da zaupnik verjame, da mu bo tako delovanje prineslo več koristi, kot bi jih pridobil z individualističnim, samodelujočim vedenjem.

Vedenje zaupnikov prinaša koristi lastnikom podjetja. Če gre za zunanje investitorje, se pozitivni učinki vedenja zaupnikov med drugim odražajo v večjem dobičku in višji ceni delnic. Po mnenju zagovornikov zaupniške teorije sta uspeh podjetja in zadovoljstvo lastnikov podjetja močno povezana. Delovanje zaupnika ščiti in omogoča maksimiranje premoženja lastnikov, hkrati pa omogoča doseganje maksimalnega zadovoljstva in maksimalne koristi, tudi s strani zaupnika. Lastniško strukturo sestavljajo različni investitorji in drugi udeleženci (interesne skupine). Različni udeleženci imajo tudi različne cilje. Zaupniki morajo biti motivirani za delovanje, ki bo v interesu celotne skupine. Zaupnik, ki z uspešnim delovanjem skladno s podjetjem veča uspešnost poslovanja, v splošnem zadovolji različne udeležence.

Odnos lastnik - zaupnik temelji na zaupanju. S tem pridobijo vsi, ki so vključeni v ta odnos. Večje zaupanje v zaupnika pomeni odpravo ukrepov, ki so potrebni pri individualno naravnem agentu. S tem se zmanjšajo stroški spremljanja delovanja agentov in stroški stimulativnih pogodb. Zaradi zaupanja lastniki sprejmejo odločitve zaupnikov, jih upoštevajo in verjamejo, da bodo sprejemali pravilne odločitve v dani situaciji. Lastniki ne dvomijo o delovanju zaupnikov, zato zaupniki niso predhodno omejeni z nezaupanjem in dvomi, kot je to v razmerju principal - agent. Če bi v razmerju lastnik - zaupnik postavili kontrolne mehanizme za preverjanje zaupnikovih akcij, bi dosegli ravno nasproten učinek od tistega, ki je značilen za razmerje principal - agent. Z uvajanjem kontrolnih mehanizmov bi spodkopali zaupanje v delovanje zaupnika. S tem bi znižali njegovo motivacijo, ki je potrebna za uspešno zaupnikovo delovanje, in porušili osnovni princip zaupniške teorije, ki temelji na tem, da ravnatelj deluje v interesu lastnika.

Zaupniški odnos ima nekatere prednosti pred razmerjem principal - agent. Kljub temu se ne dogaja, da bi v vseh situacijah zamenjali razmerje principal - agent z lastnik - zaupnik. Razlog je v predpostavki, ki opredeljuje tveganje lastnikov, ki so ga pripravljene sprejeti v razmerju z zaupniki oziroma agenti. Pogodba med lastniki in ravnatelji mora vsebovati odločitev, koliko tveganja so lastniki pripravljene sprejeti v želji po čim večjem povečanju vloženih sredstev. Lastniki, ki so tveganju nenaklonjeni, večinoma sprejemajo ravnatelje, ki se vedejo bolj individualistično. S tem sprejemajo upravljanje podjetja po teoriji principal - agent. Lastniki, ki se odločijo za model upravljanja po zaupniški teoriji, tvegajo več, saj nimajo zagotovila, da bo zaupnik res deloval v interesu lastnikov. V zadnjih letih se v strokovni literaturi pojavljajo različne razprave o razlikah med teorijo principal - agent in zaupniško teorijo. Zavedati se moramo, da gre pri obeh teorijah za različna izhodišča in temeljne domneve. Ni enotnega mnenja o tem, katera teorija je boljša, saj se avtorji večinoma opredeljujejo za eno ali drugo.

1.3.4.3.2 Prednosti zaupniške teorije

Zaupniška teorija prinaša določene prednosti lastnikom, ki v teoriji principal - agenta ne bi prinesle podobnega uspeha kot v zaupniški teoriji. Če smo do zdaj

ugotovili, da lastnik podjetja več pridobi, kadar se odloči za odnos z zaupnikom in ne z agentom, zakaj potem ne bi vedno vzpostavili odnosa lastnik - zaupnik, odnos principal - agent pa zanemarili (Davis, Schoorman, Donaldson, 1997, str. 26).

Odgovor leži v predpostavki, ki opredeljuje tveganje lastnikov, ki so ga pripravljene sprejeti v razmerju z zaupniki/agenti. Pogodba med lastniki in ravnatelji mora vsebovati odločitev, koliko tveganja so lastniki pripravljene sprejeti v želji po čim večjem povečanju vloženih sredstev. Tveganju nenaklonjeni lastniki bodo večinoma sprejeli ravnatelje, ki se obnašajo bolj individualistično, in bodo zato sprejemali upravljanje podjetja, ki mu daje prednost teorija principal - agent. Tisti lastniki, ki bodo sprejeli zaupniški model upravljanja, bodo v resnici veliko tvegali, saj ni zagotovila, da se bo zaupnik v resnici obnašal v interesu lastnika. Model principal - agent moramo gledati v okvirih, kjer določeni stroški upravljanja vedno obstajajo, saj so koristi principala povezane z delovanjem ravnatelja, ki se po večini obnaša oportunistično. Takšno obnašanje pa vedno vključuje določeno tveganje, ki ga mora principal plačati, da bi zagotovil tako delovanje ravnateljev, ki bi bilo še sprejemljivo zanj. Vprašanje, ki se poraja zdaj, je, zakaj bi lastniki sploh kdaj tvegali in se odločili za zaupniški odnos upravljanja podjetja?

Razlike med zaupniško teorijo in teorijo principal - agent nekateri iščejo v psiholoških in socioloških okvirih, res pa je, da v literaturi najdemo različne ugotovitve. Nekateri avtorji zagovarjajo teorijo principal - agent, drugi najdejo več argumentov v prid zaupniški teoriji. Po večini pa se posamezni avtorji vedno jasno opredelijo in zagovarjajo ali teorijo principal - agent ali zaupniško teorijo. Nekateri avtorji so ugotovili, da v določenih primerih lahko zagovarjamo opiranje na teorijo principal - agent, v drugih pa zaupniško teorijo.

1.3.4.4 Razlike med zaupniško teorijo in teorijo agenta

Šinkova (2003, str. 78) navaja, da so psihološko-sociološki dejavniki tisti, ki jim moramo posvetiti več pozornosti pri proučevanju dejavnikov uspešnosti poslovanja podjetja in ki so bili v dozdajšnjih teorijah zanemarjeni. Bistvene razlike so najlažje razvidne iz naslednje tabele:

Tabela 1.2: Primerjava teorije agenta in zaupniške teorije

	TEORIJA AGENTA	ZAUPNIŠKA TEORIJA
	Samozadosten »homo-oeconomicus« Dela v svojo korist individualistično, oportunistično in samozadostno vedenje ravnateljev	Samouresničevanje prek delovanja v korist podjetja kolektivizem, zaupanje
Motivacija	Zadovoljevanje nižjih ravni potreb (psihološke, po varnosti, ekonomske) zunanja motivacija	zadovoljevanje višjih ravni potreb (osebnostna rast, dosežki, samouresničevanje) notranja motivacija
Primerjava	Drugi ravnatelji	Lastniki podjetja
Identifikacija	Nizka zavezanost podjetju	Visoka zavezanost podjetju
Moč	Institucionalna (legitimna, prisilna, moč nagrade)	Osebnostna (strokovna, referenčna)
Filozofija ravnateljev: - nagnjenost k tveganju - časovni okvir - cilj	Usmerjenost v kontrolo, kontrolni mehanizmi, kratkoročno kontrola stroškov	Usmerjenost v soudeležbo, samokontrolo, zaupanje, dolgoročno povečanje uspešnosti poslovanja
Kulturne razlike	Individualizem, nizka porazdelitev moči	Kolektivizem, visoka porazdelitev moči

Vir: Šink ,2003, str. 75-79.

1.4 Posebnosti sistemov upravljanja

1.4.1 Upravljanje skupin gospodarskih družb

Do zdaj smo obravnavali sisteme upravljanja družb posameznic. Pri globalizirajočem načinu velikosti in struktur družb ne smemo zanemariti ene izmed pomembnejših prvin gospodarskega okolja, to so skupine gospodarskih družb.

Pomen gospodarskih družb raste zaradi (www.socius.si):

- obsega kapitala, ki ga pod enim vodstvom združujejo v obvladujočih in odvisnih družbah;
- števila zaposlenih in vpliva na različna socialna področja;
- vse večjega deleža prispevanja sredstev v državno blagajno in vpliva na državno in krajevno politiko;
- vse večje aktivnosti medijev in vse večje preglednosti poslovanja ter vpliva na delovanje in upravljanje drugih gospodarskih družb.

Jasno je, da se upravljanje skupin gospodarskih družb razlikuje od upravljanja kapitalsko samostojnih in neodvisnih gospodarskih družb.

Glede na položaj gospodarske družbe v razmerju do druge gospodarske družbe ločimo dva koncepta vodenja in upravljanja večjih skupin. Prvi velja za vodenje in upravljanje obvladujočih družb. Koncept je odvisen od njihove delniške strukture, ki je v veliki večini obvladujočih slovenskih družb razpršena. Na podlagi tega so se razvili določeni standardi upravljanja, po katerih delujejo uprava, nadzorni svet in skupščina delničarjev. Ti standardi pretežno opredeljujejo razmerja med organi obvladujoče družbe in ne posegajo v razmerja do odvisnih družb. Ker delničarji zaradi razpršenosti niso sposobni določati ali spreminjati ciljev družbe, ostajajo v razmeroma nedejavni vlogi. Na podlagi take strukture delničarjev predstavljajo člani nadzornih svetov heterogene interese večinskega dela delničarjev in zaposlenih, ki pa seveda nimajo značilnosti interesov velikega delničarja. Zato je

za ta koncept upravljanja značilna razmeroma velika moč managementa v primerjavi z delničarji in nadzornim svetom. Vseeno pa gre v večini primerov obvladujočih družb za javne družbe, ki poskušajo delovati vse bolj pregledno in javno. Tak način jim zagotavlja vpliv na percepcijo okolja o družbi in vplivanje na rast ali vsaj stabilnost cene delnic.

Drugi koncept upravljanja se je v skupinah izoblikoval v razmerju med obvladujočo družbo in odvisnimi družbami. Uprave in nadzorni sveti odvisnih družb so v primerjavi z organi obvladujoče družbe zaradi večinske delniške udeležbe obvladujoče družbe v »odvisnem« položaju. Cilje in vlogo odvisne družbe v skupini družbe določa večinski delničar. Več kot je delnic v lasti obvladujoče družbe, lažje ta uveljavlja lastne interese. V nadzornih svetih odvisnih družb večinoma sedijo predstavniki managementa obvladujoče družbe. Imenovanje uprave odvisne družbe skoraj brez izjeme določa in dejavno spremlja management obvladujoče družbe.

Zanimiva posledica večje »odvisnosti« organov odvisnih družbe je v primerjavi s povprečjem več primerov zavarovanja odgovornosti članov nadzornih svetov in uprav odvisnih družb.

Skupine družb nastajajo na dva načina. Prvi je z ustanavljanjem hčerinskih (odvisnih) družb, drugi pa je prevzemanje samostojnih družb. Te se v trenutku prevzema spremenijo v odvisne družbe. Način nastanka skupine vpliva na način vodenja in upravljanja. Možnost vpliva obvladujoče družbe na način vodenja in upravljanja odvisnih družb je pri ustanavljanju in razvoju hčerinskih družb večja kot pri prevzetih družbah, saj imajo slednje že razvite lastne koncepte. Zaradi tega so pri oblikovanju skupin s prevzemi ključni postprevzemni postopki. Njihov dosežek mora biti enovito vodenje in upravljanje skupine. V skupinah je v ospredju poslovanje celotne skupine, dobički pa so skoncentrirani v obvladujoči družbi in pri njenih delničarjih. Torej tisto, kar za posamezno odvisno družbo pomeni slab posel, lahko celotni skupini prinaša korist.

Evropske in ameriške skupine gospodarskih družb so v primerjavi s slovenskimi bolj »trdo« vodene in upravljane. Vodenje in upravljanje skupin temelji na večinski

kapitalski udeležbi obvladujoče družbe v odvisnih družbah, ki pa ima v razvitih gospodarskih sistemih v primerjavi s slovenskim bistveno daljšo tradicijo. V razvitih gospodarskih sistemih so se izoblikovali strožji standardi odnosov med lastniki (delničarji) in upravljavci kapitala (management) (Bajuk, 2004, str. 22-23).

1.4.2 Sistemi upravljanja evropske delniške družbe

Na podlagi evropskega prava družb o ureditvi upravljanja v evropski delniški družbi je omogočena alternativna izbira enotirnega ali dvotirnega sistema. Gre za kompromisno rešitev, ki je močno povezana tudi s spornim vprašanjem vključevanja zaposlenih v upravljavsko strukturo oziroma v organe delniške družbe. To vprašanje je prepuščeno statutu evropske delniške družbe. Takšna izbira je predlagana tudi za nacionalne delniške družbe v gradivih o nadaljnjem razvoju evropskega prava družb.

V slovenskem delniškem pravu imamo sicer načelno alternativno dopustnost enotirnega oziroma dvotirnega sistema upravljanja delniških družb, vendar je izbira omejena večjim in pomembnejšim delniškimi družbam, ki morajo obvezno oblikovati nazorni svet. Uredba določa le minimalna pravila, tako za dvotirni kot enotirni sistem v evropski delniški družbi ter nekatera skupna pravila za oba sistema (Kocbek, 2004, str. 46-56).

1.4.3 Sistemi upravljanja podjetij v državni lasti

Po Velikonji (2004, str. 117) obstajata v teoriji dve izhodišči, na podlagi katerih se ocenjuje ravnanje vlade v državnih podjetjih:

- politični trgi so učinkoviti, zato ima vlada interes maksimirati družbeno blaginjo;
- politični trgi so neučinkoviti, državni akterji imajo možnost maksimirati svojo lastno korist v obliki volilnih glasov, dohodka ali uslug na škodo javne koristi.

Ob učinkovitem delovanju političnih trgov uradniki in politiki delujejo kot vzorni zastopniki državljanov, ker jih politična konkurenca sili, da uskladijo svojo politiko z interesi volivcev in delajo v njihovo korist, sicer bodo na naslednjih volitvah zamenjani. Praviloma javno korist uresničujejo na zadovoljivi ravni, ki je določena politično, preostali cilji pa so v celoti v diskreciji politike. Prvi razlog za to je, da zmanjšanje dohodkov javnega podjetja zaradi uresničevanja političnih ciljev ni proračunski izdatek (dokler podjetje ne pokriva izgub iz proračuna) in zato ni predmet parlamentarnega nadzora oziroma presoje javnosti. Temu sledi netransparentnost poslovanja. Zaradi večjega števila ciljev, ki naj bi jih državno podjetje uresničevalo, je lažje prikriti, da podjetje posluje slabo. Slabo poslovanje pa je mogoče odpraviti z učinkovitimi sredstvi, kot je npr. podeljevanje koncesij.

Na podlagi že zapisanega je jasno, da obstajajo med oblikami sistemov upravljanja družb v zasebni in državni lasti velike razlike v ciljih družb v državni lasti ter zahtevnosti ocene poslovanja. Te razlike so: konflikti interesov, sistem nadzora, spodbude upravi, možnosti stečaja in možnosti prevzema kot učinkovitega načina za izboljšanje upravljanja (Velikonja, 2004, str. 113-132).

2 PRIČAKOVANJA UDELEŽENCEV

Podjetja so generatorji ekonomskega razvoja v družbi, zato morajo institucije oblikovati in ohranjati poslovno okolje, ki motivira managerje in podjetnike k maksimiranju učinkovitosti podjetij, donosu na investicije in k dolgoročni rasti produktivnosti. Zagotavljati morajo skladnost delovanja podjetij z interesi in s pričakovanji investitorjev in družbenimi interesi, tako da preprečujejo zlorabo moči, odliv sredstev in izgubo podjetniških virov, ki bi jih managerji in drugi, ki imajo dostop do notranjih informacij, lahko uporabili v odsotnosti od ustreznega nadzora. Institucije upravljanja podjetij torej opredeljujejo standarde delovanja podjetij in zagotavljajo, da podjetja sledijo tem standardom.

Temeljni cilj poslovanja večine kapitalskih družb postaja maksimiranje vložkov delničarjev oziroma družbenikov v obliki kapitalskih dobičkov in dividend. Zahteve delničarjev so v večini držav enake, tj. ustrezen donos za svojo naložbo v obliki delnic.

Nadzor nad vloženim kapitalom je danes obvezen del upravljanja podjetij, ne glede na to, za kakšno velikost podjetja gre.

Uspešnost sistemov upravljanja podjetij se običajno pozitivno odraža na poslovni uspešnosti podjetja, ki ima oblikovano učinkovito strukturo sistema upravljanja, in sicer: z uspešnim sistemom upravljanja narašča zaupanje investitorjev, posledično (ob predpostavki normalno delujočega finančnega trga) raste cena delnic družbe, večja je njena likvidnost, nižji so lahko stroški pridobivanja lastniškega kapitala, varnejši je položaj družbe glede prevzema, združeno pa vse skupaj predstavlja uspešnejšo dolgoročno rast in razvoj podjetja.

V obdobju Adama Smitha se je podjetniška organizacija, v kateri sta v enem človeku združena tako lastniški motiv kot managerska marljivost, v primerjavi s tedanjo korporacijo zdela zmagoslavje zasebne lastnine in osebne svobode. Razloge za večji vzpon korporacij in ne podjetniških organizacij, kot se je v tem obdobju predpostavljalo, gre pripisati inovativni ločitvi lastništva do managementa. Ta ločitev je povzročila nastanek trga kapitala in vzpon profesionalnega managementa. Profesionalni, visokospecializirani management je postal imperativ velikih korporacij. Razvoj managementa bi bil veliko počasnejši brez ločitve lastniške funkcije od managerske. Ločitev je namreč omogočila tudi razvoj specializiranih podpornih okolij. Vstop množice vlagateljev v podjetja je omogočil hitro rast, hkrati pa se je pojavil problem upravljanja. Problem izhaja iz vprašanja: Kako lahko lastnikom zagotovimo izvajanje lastninskih pravic tudi po tem, ko so se ločili od svoje lastnine in jo prepustili v skrb managementu? Problem se nanaša na dve različni razmerji. Prvo zadeva odnos med lastniki samimi, drugo pa odnos med lastnikom in managementom.

Na dolgoročno uspešnost in vrednost podjetja v veliki meri vpliva prav učinkovitost uprave podjetja pri usklajevanju interesov in delovanja vseh deležnikov v podjetju v smeri dolgoročnega obstoja podjetja. V okviru teorije upravljanja podjetij oziroma teorije agenta so se razvile različne delitve sistemov upravljanja podjetij v svetu. Trenutno najbolj uveljavljena je delitev na notranji (*insider*) ali evropsko kontinentalni sistem vladanja in na zunanji (*outsider*) ali anglosaški sistem vladanja, kar je predstavljeno v prvem delu magistrskega dela. Predstavnici zadnjega sta ZDA in Velika Britanija, predstavnice prvega pa večina držav v Evropi. Razlike med sistemoma najdemo v pravni zaščiti investitorjev (upnikov in delničarjev), koncentraciji lastniških in glasovalnih pravic, vlogi bank v financiranju in kontroli podjetij, razvitosti in vlogi trga kapitala (število podjetij na borzi, likvidnost trga), vlogi prevzemov itd. (Gregorič, 2003a, str. 57-62).

Z globalizacijo podjetniškega sektorja dobivajo mednarodna podjetja možnosti za razvoj in optimizacijo poslovanja s povezovanjem in širjenjem na mednarodne trge. Obenem je treba zagotoviti uravnotežen razvoj in koristi od globalizacije tudi za deležnike teh podjetij, česar ni mogoče doseči z razpršenimi interesi deležnikov. Zato se je, predvsem v zadnjem desetletju, pojavilo povezovanje deležnikov v interesne skupine na mednarodni ravni, ki pomenijo protiutež povezovanju podjetij in vzpostavljajo novo raven nadzora. Ta nadzor je mehkejše narave in za podjetja po navadi ni obvezujoč. Skladnost delovanja podjetij z načeli dobrega upravljanja je vse bolj pomemben dejavnik pri sprejemanju investicijskih odločitev. Mednarodni kapitalski tokovi zagotavljajo podjetjem dostop do širšega kroga investitorjev in če želijo države v polni meri izkoristiti njihove koristi ter pritegniti dolgoročni kapital, morajo biti dogovori o upravljanju podjetij kredibilni in jasno interpretirani tudi zunaj meja posamezne države. Tudi če se podjetja primarno ne zanašajo na tuje vire kapitala, je skladnost upravljanja podjetij z dobro prakso podlaga za večje zaupanje domačih investitorjev. S tem lahko zniža stroške kapitala in podjetju zagotavlja stabilnejše vire financiranja.

Pretekle krize iz devetdesetih let in finančni zlomi bližnje preteklosti so prizadeli predvsem razvijajoča se tržna gospodarstva, posledice pa se še vedno kažejo v zmanjšanju proizvodnje in pravic socialne države ter slabšanju socialnih razmer in

brezposelnosti. S spremenjenim mednarodnim finančnim okoljem so se pojavile tudi različne zlorabe, kot so: pranje denarja, izkoriščanje zaupnih informacij, manipulacija zakonov, utaja davkov ipd.

Med ključnimi pričakovanji lastnikov navajam dodano ekonomsko vrednost, ki je pomemben kazalnik za navedene ključne udeležence, donos na investicijo in donos na lastniški kapital. Kateri izmed navedenih kazalnikov bo postavljen kot najpomembnejši, pa je odvisno do porazdelitve moči udeležencev. Porazdelitev moči je odvisna od velikosti lastniških deležev interesnih skupin, velikosti lastniških deležev notranjih lastnikov, značilnosti managerjev in tipa vodenja, strategije podjetja, nadzornega organa ter tržnega položaja.

Poleg tega je eno ključnih področij transparentnost informacij, ki mora biti vzpostavljeno pred uresničevanjem katerih koli ciljev. Gre za informacije, ki so na voljo nadzornemu organu v celoti, adekvatno in pravočasno. Posredovane informacije morajo vsebovati ozadje ali razlago zadev, ki so se odvile pred odborom, in kopije dokumentov, ki razkrivajo napovedi in mesečne interne finančne podatke. Management mora zagotoviti pretok vertikalnih in horizontalnih informacij, ki obsegajo tako preteklost (dosežene izide) kot prihodnost (raziskave in ocene).

V današnjem izumetničenem svetu morajo podjetja poznati svoje deležnike in razumeti njihovo motivacijo - glede na lastni motiv je to nujno - in zagotavljati *shareholder value* na dolgi ali kratek rok. Enako je pri različnih interesnih skupinah. Podjetja, žal na lastno tveganje, zanemarjajo aktivnosti z zaposlenimi, s porabniki in z okoljem. Kar je pomembnejše in dokazljivo, je to, da se kultura evropskih družb/podjetij zbližuje, kar je neposredna posledica tržnih sil. Regulatorji prepogosto iščejo zakonske rešitve, s katerim skušajo vsiliti harmonizacijo (Brooks, 1997, str. 3).

2.1 Udeleženci podjetniškega okolja

Deležniki (angl. *stakeholders*) v podjetju so vsi posamezniki, skupine, organizacije in javnost, katerih interese (pričakovane koristi) zadeva delovanje podjetja in ki imajo voljo in moč, da te interese uveljavljajo z vplivanjem na podjetje. Pri podjetju so to lastniki in upravljalci, zaposleni sodelavci, management, tržni udeleženci, finančni udeleženci, javne finance z družbeno infrastrukturo, javnosti, država pa tudi podjetje samo kot sistem (Kralj, 2003a, str. 15).

V anglosaškem svetu je v preteklosti močno prevladoval lastniški pogled, ki pravi, da je premoženje podjetja last delničarjev in da morajo ravnatelji oz. managerji pri svojem odločanju upoštevati izključno njihov interes, saj nimajo nobenih pravnih obveznosti do preostalih udeležencev podjetja, kot so zaposleni, odjemalci, dobavitelji in krajevna skupnost. Pravice zaposlenih, kreditodajalcev ali na primer odjemalcev so omejene na pogodbeni pravni odnos. Lastniki podjetja naj bi bili namreč tisti, ki so sposobni postaviti takšne standarde uspešnosti, da ti predstavljajo dovolj dobre približke tudi za javni (širši družben) interes. S spoznanjem, da je znanje ključni vir konkurenčne prednosti podjetja, je dobil pristop, ki poudarja, da je treba pri upravljanju podjetja upoštevati tudi interese drugih primarnih udeležencev in ne le lastnikov, dodatno dimenzijo.

Sistem upravljanja določa temeljna pravila pravic kontrole in pogoje, pod katerimi se izvaja, pravila glede prevzemanja tveganja in ne nazadnje pravila glede delitve ustvarjene vrednosti v podjetju. Sistem tako posredno vpliva na oblikovanje konkurenčnih sposobnosti podjetja in tudi na sistem ocenjevanja uspešnosti ravnateljev in zaposlenih ter s tem na njihovo nagrajevanje. V podjetjih in panogah, kjer je človeški kapital kritični dejavnik pridobivanja konkurenčnih prednosti, sistem upravljanja pomembno vpliva na obnašanje zaposlenih in dodatno ustvarjeno vrednost. Zaposleni so tako pripravljani vlagati napore v inoviranje in zmanjševanje stroškov, če pričakujejo, da bodo ustrezno udeleženi na povečevanju dodane vrednosti, ki bo posledica teh naporov. Tako bi bilo povsem neustrezno, če bi pri proučevanju sistema upravljanja podjetij izhajali le iz delničarske teorije podjetja in se omejili na odnos ravnatelji in delničarji. Managerji so v tem smislu

agenti vseh udeležencev, ki sodelujejo pri ustvarjanju dodane vrednosti in je temu primerno treba razširiti tudi pogled na podjetje kot na koalicio različnih udeležencev.

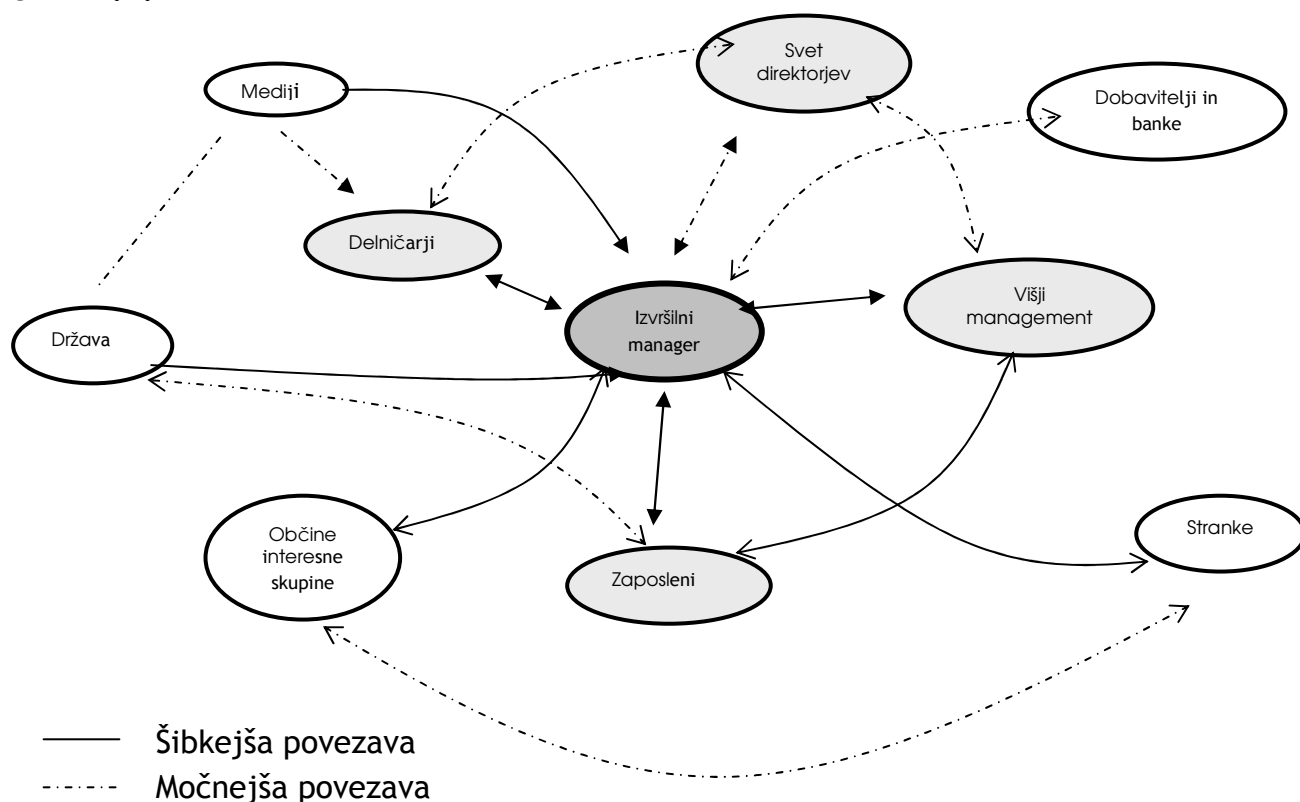
Pri tem bi lahko oblikovali nekaj načel, ki naj bi vplivala na upravljanje in ravnanje podjetij:

- managerji morajo svoje napore usmerjati v smeri maksimiranja dodane vrednosti;
- pri posameznih odločitvah se neizbežno pojavlja kratkoročni »trade-off« (izmenjava) med interesi posameznih udeležencev. Kot kriterij za razrešitev konflikta je lahko prispevek posameznega udeleženca k ustvarjanju dodane vrednosti;
- posamezni primarni udeleženci lahko na račun drugih dolgoročno izboljšajo svoj položaj le, če to izboljšanje temelji na njihovem prispevku k ustvarjanju skupne pogače oziroma dodane vrednosti;
- če posamezni udeleženci vlagajo v ustvarjanje dodane vrednosti specializirane inpute, morajo za to prejeti primerno kompenzacijo. Ključni udeleženci bodo namreč pripravljene vlagati svoje specifično znanje v podjetje le, če bodo za to prejeli ustrezno premijo, ali pa se bo *caeteris paribus* zmanjšala tveganost poslovanja podjetja;
- v upravljanje podjetij je smiselno vključiti zaposlene. Praksa kaže, da je participacija zaposlenih pri odločanju pogostejša in pomembnejša v dvotirnih sistemih upravljanja podjetij kot pa v enotirnih;
- cilji organizacije naj izhajajo iz vizije in skupnih vrednot;
- avtoriteta naj ne izhaja iz položaja, temveč iz obnašanja in znanja;
- vpliv naj se veča z znanjem in ne s senioriteto;
- odgovornost naj ne prehaja samo vertikalno (Lahovnik, 2003, str. 63).

Osrednja dilema upravljanja podjetij je pravzaprav v tem, kako naj managerji zadovoljijo interese tistih udeležencev v podjetju, ki so ključni za ustvarjanje

ekonomske dodane vrednosti, tako da bodo le-ti pripravljene vlagati specifična znanja v podjetje in da bodo posledično zadovoljeni tudi interesi lastnikov. Kratkoročno se neizbežno pojavlja učinek *trade-off* med interesi posameznih udeležencev in ga je zato treba sproti razreševati. Gre za iskanje odgovorov na vprašanje, kakšen pomen in posledično kakšen del ustvarjene dodane vrednosti pripada posamezni interesni skupini. Prav v tem interesu je treba iskati enega izmed pomembnih izzivov za slovenske managerje v naslednjih letih. Ta izziv je še posebej velik, ker je prav znanje postalo ključni konkurenčni dejavnik podjetij, zaposleni pa primarni udeleženci podjetij (Lahovnik, 2003, str. 61).

Slika 2.1: Ekosistem moči



Vir: Kaufmann, Hope, Liebsohn, 2003, str. 25.

Pri ocenjevanju moči izvršilnega direktorja je potrebno vedeti, koliko moči sploh ima izvršilni direktor. Ne nazadnje je izvršilni direktor le eden izmed udeležencev ekosistema moči. Menjavanje vrednosti med posameznimi zunanjimi in notranjimi udeleženci zahteva človeka, ki bo poslovanje podjetja vzdrževal v ravnotežju. Odnosi, ki se vzpostavljajo, so intrapodjetniški (notranji) in interpodjetniški (zunanji). Večino, ki deluje znotraj podjetja, predstavljajo svet direktorjev, višji management, zaposleni in delničarji. Udeležence, s katerimi se vzpostavljajo medpodjetniški odnosi, pa so vlada (država), krajevne oblasti (občine), banke, stranke (porabniki, uporabniki), dobavitelji in mediji. Vzdrževanje ravnotežja ni preprosto, saj vsak udeleženec deluje sodelovalno, hkrati pa konkurenčno, kjer ne smemo predvidevati, da tisti udeleženci, ki sodelujejo intrapodjetniško, delujejo tudi zavezniško.

Sihler (2003, str. 8-9) trdi, da je standardni pristop k upravljanju podjetij preozek. Kdo vse vpliva na uspešnost in ravnanje uprave, pri tem pa ni neposredno povezan s poslovanjem družbe? Razlikuje med štirimi različnimi sferami oziroma krogi uprave. Glede na uspeh družbe in njene specifične probleme imajo različen pomen zanjo in posledično različen vpliv. Tem štirim krogom pravimo trgovci z močjo, postavljalci pravil, posredniki in sovražniki.

Sihler deležnikov posebej ne obravnava, saj meni, da so le-ti zajeti v posameznih krogih. Prvi krog, t. i. trgovci z močjo, so tisti, ki lahko imenujejo ali odpokličejo predsednika uprave in preostali management. Moč jim je zaupana s strani delničarjev, vendar težko trdimo, da je vedno demokratično izražena.

Drugi krog predstavljajo postavljalci pravil, kar so pravzaprav tisti, ki si prizadevajo za predloge in sprejemanje zakonskih norm. Vendar sem ne moremo šteti samo zakonodajalcev, temveč tudi institucije, kot so SEC (*Securities Exchange Commission* - ameriška agencija za trg vrednostnih papirjev), komisije za sisteme upravljanja, vladne službe za nadzor posebnih dejavnosti, regulativna telesa za bančništvo ali komunikacijske dejavnosti. Žal se pri številčnih postavljalcih pravil vse pogosteje pojavljajo tudi nasprotujoča si pravila.

Tretji krog zasedajo posredniki, ki so določeni ali se določijo za to, da zastopajo posebne interese. Počasi pa sami postajajo močna interesna skupina. Mednje sodijo celo pooblaščen revizorji, analitiki, ki so pogosto citirani s strani medijev, da bi leti javnosti predstavili objektivno sliko, sledijo *rating* agencije in nevladne organizacije. Skratka, gre za skupine, ki s svojim mnenjem vplivajo na mnenje manjšinskih delničarjev oziroma širše javnosti.

V četrtem krogu pa se nahajajo sovražniki, ki jih Sihler vidi predvsem v pravnikih in prevzemniki, ki pa niso nujno vedno sovražni. Do delničarjev so lahko celo prijazni (Sihler, 2003, str. 8-9).

2.1.1 Konflikti interesov pri upravljanju družbe

Pri oblikovanju sistema upravljanja z gospodarskimi družbami niso jasno opredeljena nasprotja med interesi in v družbenem okolju se vedno znova zastavljajo vprašanja, katere interese je treba primarno varovati. Pri tem se srečujemo z dvema vrstama razumevanja, zlasti pri opredelitvi interesov v delniški družbi. To je razumevanje nelastniškega pojmovanja delniške družbe in lastniškega pojmovanja družbe. Pri d. o. o. je v našem sistemu praviloma sprejeta t. i. lastniška koncepcija, za katero je značilno, da se primarno varujejo interesi družbenikov oziroma lastnikov, ki so zagotovili kapital za delovanje družbe. Pri delniških družbah se vedno znova, zlasti pri družbah, ki so se olastnile iz nekdanjih gospodarskih subjektov, v družbenem okolju poudarjajo interesi družbenega podjetja in njegova širša družbena in socialna vloga v družbenem okolju. S takšnim pristopom se približujemo nelastniški (pueristični) koncepciji, kar pomeni, da je potrebno primarno varovati gospodarsko družbo kot celoto in zlasti njeno podjetje. Interesi delničarja pridejo na vrsto šele po tem, ko so primarno zaščiteni interesi družbenega podjetja in družbe kot celote. Z interesi družbe se posredno varujejo tudi individualni interesi delničarjev (Ivanjko, 2004, str. 37-39).

Člani managementa in nadzornega sveta morajo v okviru zadolžitev ravnati odgovorno in skrbno. Pri sprejemanju odločitev se morajo izogibati morebitnim konfliktom interesov in ravnati v interesu družbe oziroma v interesu delničarjev.

Vse to velja ne glede na sistem upravljanja. Odgovornost obeh organov je kolektivna v vseh pravnih sistemih držav članic EU. Kako je odgovornost posameznega organa opisana v kodeksih, je odvisno od njihovega namena. Zlasti zanimiva je razlika med kodeksi, katerih namen je zaščita interesov delničarjev, in kodeksi, katerih namen je povečati kakovost delovanja nadzornih organov. Prvi določajo delovanje organov družbe v korist delničarjem, drugi pa v korist družbe same. Določitev temeljnega interesa je odvisna od razmerja moči med organi in lastniki v posamezni družbi.

Izhodišče evropskih kodeksov upravljanja družb je ugotovitev, da je za vzpostavitev dobrega sistema upravljanja gospodarskim družbam nujna nekonfliktnost interesov članov organov družbe, delničarjev in deležnikov. Konfliktom interesov se ni mogoče povsem izogniti, zlasti ne v manjših gospodarskih prostorih, kjer je prepletenost kapitala, ljudi in interesov toliko večja. Zato je pomembno konfliktno situacije preprečevati ali jih vsaj odpravljati. K odpravljanju konfliktov poskušajo kodeksi pripomoči s predpisovanjem jasnih postopkov in institutov.

Področje institutov bi lahko razdelili na dve osnovni področji oziroma stopnji delovanja, na določanje ali zaznavanje konfliktov interesov in odpravljanje oziroma reševanje konfliktov interesov.

Glede prvega, tj. določanja ali zaznavanja konfliktov, bi lahko navedli naslednje potencialne konfliktno situacije, ko: je član nadzornega sveta predstavnik večjega delničarja ali pomembnejšega deležnika (poslovnih strank, kupcev ...), član nadzornega organa od družbe poleg sejnine prejema še druga plačila, je član nadzornega organa deležen opsijskega nagrajevanja ali drugih oblik nagrad, ki so odvisne od poslovne uspešnosti družbe, je posameznik član managementa ali nadzornega organa konkurenčne družbe in ima druge povezave z družbo, ki bi lahko negativno vplivale na nelojalnost do (vseh) delničarjev.

Evropski kodeks EASD *Principles and Recommendations* opozarja, da se je konfliktom interesa treba izogibati, kjer je mogoče, sicer pa jih je treba razkrivati in odpravljati. Prepovedano je delovanje managementa in članov nadzornih

organov v nasprotju z interesi družbe. Prav tako je prepovedano trgovanje na podlagi notranjih informacij (Možina, 2003, str.17-20).

Posebna tema je konfliktnost interesov večinskih ali večjih delničarjev z interesi malih delničarjev. V vseh evropskih sistemih na skupščini delničarjev velja večinsko odločanje, zakoni pa ne določajo proporcionalne zasedbe mest v nadzornih organih glede na lastniško strukturo družbe. V državah EU varuje interese manjšinskih ali malih delničarjev že sama zakonodaja (načelo enakopravnosti delničarjev, pravila sklicevanja skupščin, javnost in dostopnost podatkov itd.). Večina kodeksov predvideva sporočanje informacij o konfliktih, ki jih morajo člani managementa in nadzornih organov sporočiti predsedniku nadzornega organa. Ti postopki v kodeksih niso podrobneje urejeni. Kodeksi v glavnem postavljajo zahteve, naj bodo informacije določene vnaprej in naj bodo jasne ter pregledne. Te informacije namreč odpravljajo dvome delničarjev in deležnikov o dobrem upravljanju družbe na tem področju.

Člane managementa in nadzornih organov na tem področju obvezuje konkurenčna prepoved. Ta jim preprečuje biti udeleženi v gmotnih ali poslovnih koristih za lastni račun, če bi bile te posledica opravljanja funkcije v družbi. Ob potencialnem konfliktu ali že nastali konfliktni situaciji morajo posamezni člani o tem nemudoma obvestiti management ali predsednika oziroma druge člane nadzornega organa.

Drugo področje je povezano z razreševanjem konfliktov interesov. V tem delu so kodeksi manj določni glede načina njihovega odpravljanja. Tudi tukaj govorijo o jasnosti in preglednosti, družbam pa prepuščajo samostojno urejanje. To je logičen pristop kodeksov, saj univerzalnega načina preprosto ni mogoče predpisati.

Glede reševanja ali odpravljanja konfliktov posebej omenjamo tri institute, ki so se oblikovali skozi poslovanje gospodarskih družb. Prvi institut je *conflict management*, reševanje konfliktov, ki naj bi ga vzpostavila vsaka gospodarska družba. Znotraj sistema reševanja konfliktov družba postavi lastna pravila izogibanja, zaznavanja, sporočanja in poročanja glede potencialnih ali že nastalih konfliktov. Prav tako družba določi posameznike ali organe, pristojne za posamezna

dejanja v postopku. Zelo pomemben del instituta so vnaprej določene sankcije za vse kršitve pravil.

Drugi inštitut je neodvisnost članov organov. Pripomogel naj bi k ločevanju interesov med članom organa in družbo ter s tem omogočil preventivno odpravljanje konfliktov, še preden bi ti sploh nastali.

Tretji inštitut so posebne komisije nadzornih organov. Komisije se oblikujejo za tista področja dela, kjer je možnost nastanka konfliktov največja. To so predvsem revizije finančnih poročil, imenovanja in nagrajevanja managementa ter kadrovske področje.

Nadzorni organ naj z namenom opravljanja nadzora oblikuje posebne komisije s pristojnostjo delovanja na področjih, kjer je velika verjetnost nastanka konfliktnih situacij.

Ugotavljanje istosmernosti interesov in ciljev članov organov upravljanja, izločanje ljudi z neustreznim »motivacijskim paketom« iz organov upravljanja ter določanje spodbud za enako ciljno naravnost vseh vključenih bi lahko ponudili kot praktična orodja za povečevanje ravni zaupanja (Mihelčič, 2003, str. 13).

Teorije in definicije o sistemih upravljanja niso v nobeno korist, če pri tem ne poznamo glavnih igralcev. Odločilni dejavnik je vedenje dveh skupin igralcev - podjetij in delničarjev. Viden in merljiv napredek je namreč mogoč le, če glavni igralci aktivno delujejo skladno z zahtevami sistemov upravljanja. Ob takšnem ravnanju lahko odgovarjajo samo za delovanje znotraj njihovega dometa poslovanja. Na kakšen način lahko zagotovijo posamezni akterji ustrezno delovanje? S pomočjo kodeksov upravljanja.

Neobvezujoči kodeksi so oblikovani kot priročnik »korak za korakom« v želeno smer. To lahko pomeni objavo pomembne informacije v povezavi z zahtevami sistemov upravljanja, zaščito pravic delničarjev (vzpodbujanje - pomoč, neoviranje), upoštevanje deležnikov, vzpostavitev profesionalnih internih kontrol,

zagotavljanje neodvisnosti odbora direktorjev (nadzornega sveta), organizacijsko strukturo, ki omogoča neodvisen in učinkovit nadzor.

Močen sistem upravljanja je tisti, ki združi interese managerjev in delničarjev ter vodi managerje k maksimiranju premoženja delničarjev. Interesi managerjev in delničarjev so si bliže v državah, kjer je nadzor managerjev s strani delničarjev preprostejši, v državah, kjer so poučeni o zastopniških sporih in sovražnih prevzemih.

2.1.2 Deležniki

2.1.2.1 Zaposleni in dilema soupravljanja

Če razumemo kapital kot glavni vir podjetja, potem je temeljni cilj podjetja donos. Ker pa danes vedno bolj trdimo, da je glavno znanje, potem v ospredje stopijo interesi zaposlenih. Vendar se lahko vprašamo, ali je soupravljanje dejansko interes zaposlenih v podjetju. V praksi pogosto vidimo, da zaposlenim niti ni v interesu sprejemanje odločitev o podjetju kot celoti, zato pogosto prodajo delnice podjetja, ko se pojavi ugodna priložnost, zaposlitve pa kljub temu ne zamenjajo.

Zaposleni predstavljajo najbolj kompleksen proizvodni dejavnik, njihov interes ni dobiček, njihov interes je po Maslowu in Herzbergu najprej plača kot higienik, potem pa dobri odnosi, delovni pogoji, spoštovanje drugih, samouresničevanje kot motivatorji. Zato je razumljivo, da podjetja namenijo največ denarja v ustvarjanje ustreznih razmer v podjetju, da se bodo zaposleni počutili dobro. Kultura, zadovoljstvo, dobri odnosi so tisti dejavniki, ki zaposlene motivirajo, da dajo vse od sebe in tako ustvarjajo novo znanje združbe v največji meri. Zadostnost teh koristi za zaposlene pa pogosto postane vprašljivo ob sprejemanju velikih nagrad, ki jih za »nedelo«
prejemajo lastniki. Da bi izravnali te neenakosti, so se v podjetjih odločili za neke vrste pokojninsko varčevanje, kjer podjetje varčuje za svoje zaposlene. Kot dodatna oblika pa so se pojavile še delniške možnosti (Sitar, 2003, str. 72).

Zaposleni so tisti udeleženci podjetja, ki imajo z izvršilnim direktorjem najmanj neposrednega stika. Pripadnost teh udeležencev je najmanjša, sploh če niso hkrati tudi lastniki podjetja. Glede na uveljavljene sisteme upravljanja po svetu je treba ugotoviti, da je participacija zaposlenih povezana z dvotirnim sistemom upravljanja, kar je razvidno iz spodnje tabele.

Tabela 2.1: Participacija zaposlenih v sistemih upravljanja po državah

Država	Sistem upravljanja	Participacija zaposlenih
Avstrija	Dvotirni	Da
Belgija	Enotirni*	Ne
Danska	Dvotirni	Da
Finska	Enotirni*	Lahko je določena s statutom
Francija	Enotirni*	Če so lastniki vsaj 3 % osnovnega kapitala ali če je določena s statutom
Grčija	Enotirni*	Ne
Irska	Enotirni	Ne
Italija	Enotirni**	Ne
Luksemburg	Enotirni	Da
Nemčija	Dvotirni	Da
Nizozemska	Dvotirni	(po)svetovalna vloga
Portugalska	Enotirni***	Ne
Španija	Enotirni	Ne
Švedska	Enotirni	Da
Velika britanija	Enotirni	Ne
Slovenija	Dvotirni	da

*mogoča tudi drugačna ureditev

**določen poseben revizijski organ

Vir: Bajuk, 2004.

Pred več kot 25 leti je bilo v Nemčiji z zakonom uvedeno paritetno soupravljanje zaposlenih. Delojemalci v nemških nadzornih svetih so načelno zelo močno zavezani interesom podjetja, pogosto so boljše pripravljene in temeljiteje informirani kot

predstavniki kapitala in so prav v kriznih situacijah vsekakor pripravljeni podpreti nepriljubljene ukrepe, ki veljajo za nujne, npr. zapiranje delovnih mest. Problematični niso predstavniki delavcev v nadzornih svetih, temveč posredni učinki na delo nadzornega sveta, ki izhaja iz njihove navzočnosti. Posledica te navzočnosti pa nikakor ni bila slabitev, temveč bolj krepitev pozicije uprav v odnosu do nadzornih svetov (Schilling, 2004, str. 24-26).

Pa tudi pričakovanih pozitivnih učinkov ni bilo. Uvedba soupravljanja delavcev ni izboljšala nadzora nad podjetji. Nasprotno, noben predstavnik delničarjev v nadzornem svetu ne želi razgaljati uprave, tako da bi ji v navzočnosti delojemalcev zastavljal preveč kritična vprašanja, čeprav bi bilo to zaradi položaja podjetja marsikdaj nujno in potrebno.

Po 25 letih izkušenj se danes v Nemčiji pojavljajo posredni učinki soupravljanja zaposlenih, ki niso najbolj vzpodbudni. Soupravljanje zaposlenih danes pomeni glavno oviro na poti temeljitega izboljšanja sistema upravljanja v Nemčiji, in sicer zaradi posrednih učinkov na velikost nadzornega sveta ter intenzivnost, odprtost in zaupnost razprav:

- a) navzočnost delavcev ovira resnično odprte in kritične razprave v nadzornem svetu;
- b) občutljivih tem v nadzornem svetu ni mogoče obdelovati, saj ni mogoče zagotoviti zaupnosti;
- c) sprejemanje odločitev zoper glasovanje predstavnikov delavcev velja za politično nekorektno, opustitev uveljavljanja sporne odločitve je bolj priljubljena rešitev kot uporaba pravice predsednika nadzornega sveta do drugega glasu;
- d) delegiranje odgovornosti na posamezne odbore znotraj nadzornega sveta ni izvedljivo, dokler takih odborov tudi dejansko ni mogoče ustanavljati brez soupravljanja delavcev;
- e) nepriljubljene ukrepe je v nadzornem svetu redkokdaj mogoče uveljaviti pravočasno in preventivno. Zaradi pritiska, ki ga na predstavnike delavcev

pri upravičevanju odločitev izvajajo njihovi volivci, so mogoči šele po izbruhu dejanskih problemov;

- f) tujim investitorjem nikakor ni mogoče razložiti kompleksnih pravil igre pri ravnanju s soupravljanjem delavcev;
- g) druge države, s katerimi Nemčija že zdaj konkurira za investicijski kapital, kot svojo prednost izrecno navajajo dejstvo, da zanje ne velja soupravljanje delavcev;
- h) nujna internacionalizacija nemških nadzornih svetov pogosto spodleti zato, ker številni predstavniki delavcev ne govorijo angleščine;
- i) soupravljanje delavcev je za marsikatero upravo postala udobna pretveza, s katero se branijo pred močnejšim vplivom nadzornega sveta;
- j) zgoraj navedene točke sicer negativno vplivajo na učinkovitost našega nadzornega sveta glede njegove sprejemljivosti za javnost, vendar niso ničesar spremenile. V očeh javnosti namreč soupravljanje delavcev velja za razumen instrument socialnega izenačevanja in za branik pred t. i. turbokapitalizmom. V vsem tem času pa so zaradi povsem spremenjenih okvirnih razmer odpadle tudi že bistvene podlage tedanjega upravičevanja soupravljanja, interesi delničarjev pa imajo večji pomen;
- k) prvotna situacija se je sprevrgla v svoje nasprotje: močno narasle številke delničarjev in upadanje sindikalnega članstva so privedli do tega, da je danes v Nemčiji več delničarjev kot sindikalistov;
- l) veliko podjetij danes večino svojih delavcev zaposluje v tujini, a le manjšina, ki je dejavna v Nemčiji, ima pravico voliti lastne predstavnike v nadzorni svet;
- m) pravno so vsi člani nadzornega sveta zavezani interesom podjetja, v katerem sedijo v nadzornem svetu, ne pa interesom tistih ljudi, ki so jih izvolili ali predlagali za kandidate;
- n) predstavniki zaposlenih so v nenehnem konfliktu interesov, saj so sicer zavezani temu, da skrbijo za interese podjetja, ponovno izvoljeni pa bodo

samo, če pri svojih volivcih vzbujajo vtis, da so se tudi na račun celotnega podjetja še posebej zavzemali zanje;

- o) različni interesi domačih in tujih delojemalcev, ki na primer nastanejo pri vprašanju preusmeritve proizvodnje v tujino, lahko vodijo v močne konflikte predstavnikov delavcev v nadzornem svetu (Schilling, 2004, str. 24-26).

2.1.2.2 Investitorji

Za deležnike - investitorje je učinkovita struktura sistemov upravljanja postala pomemben kazalnik ob izboru podjetja, kam vložiti. V osnovi obstajata dva pristopa, prvi se osredinja na analizo strukture sistemov upravljanja, torej na to, v kolikšni meri se podjetje dejansko naslanja oziroma pri svojem poslovanju uporablja kodekse upravljanja. Drugi pristop je veliko bolj učinkovit, sestavljen je iz delovanja delničarjev, ki aktivno opravljajo lastninske in druge pravice. Delničarji imajo pravico zahtevati ustrezno informacijo ob vsakem trenutku. Obenem pa imajo neizpodbitno pravico sodelovati na skupščini delničarjev, predlagati dnevni red in aktivno sodelovati. Imajo pa tudi obvezo pravilno glasovati.

Drugi nič manj pomemben dejavnik pa je naslednje dejstvo. Ko potencialni investitor tehta svoje odločitve, mu kazalniki o ekonomski učinkovitosti države ne zadoščajo. Spremljajoča vprašanja se nanašajo na stabilnost političnega in pravnega sistema, ki varuje lastninsko pravico. Če ti pogoji z vidika deležnika na finančnem trgu ne prevladujejo, se bo le-ta izognil investiranju v državi. Če država, ne glede na to, ali gre za državo v razvoju ali novonastalo državo, ne izpolnjuje teh osnovnih pogojev, mora vlada težiti k spremembi socialnih in političnih struktur v tej meri, da postane država bolj privlačna za tuje investitorje (Müller, Kaspar, 2002, str. 1-14).

Pomen institucionalnih investitorjev, zlasti pokojninskih ali investicijskih skladov, je po večini Evrope že tako velik, da bi se težko ločili od delnic šibkega podjetja, ne da bi z dramatično padajočimi tečaji povzročili še večjo škodo. S tem bi bili *de*

facto oropani prodaje delnic in skupaj s svojimi investicijami povsem skladno s pravili izročeni poslovodstvu udeleženih podjetij. Zato so institucionalni investitorji začeli opozarjati, da je treba okrepiti nadzorno funkcijo, s čimer bi zagotovili učinkovitejši nadzor nad poslovodstvom. Pokojninski skladi, kot so Calpers, Tiaacref in Hermes, so postali najbolj angažirani borci za boljše sisteme upravljanja, torej za preglednejše strukture in procese sprejemanja odločitev, pri katerih vodstvo nadzirajo močni, neodvisni ljudje, ki angažirano zastopajo interese delničarjev (Schilling, 2004, str. 25).

Zakaj si podjetja želijo novih investitorjev? Vstop institucionalnih investitorjev povečuje ugled podjetja v poslovni javnosti; hkrati z izboljšanjem kapitalске strukture podjetja odpira tudi možnosti dodatnega zadolževanja in financiranja hitre rasti tudi v prihodnje.

Za dejansko kakovost nadzora nad podjetji in krepitev naših sistemov upravljanja so odločilnega pomena vsebinska podoba in »mehka dejstva« skupinskega delovanja nadzornega sveta. Povsod po svetu je še vedno zaznati močno težnjo, da bi se pri kakovosti sistemov upravljanja omejili na strukturne elemente. Skoraj vsi kodeksi in zakonske pobude oblikujejo pravila in priporočila za objektivno in zunanje preverljive elemente dela nadzornih svetov in odborov direktorjev. Ti obsegajo število sej, ustanavljanje odborov, najvišje število mandatov, pooblašcanje revizorjev in podobno. Med ključna mehka dejstva se prištevajo odgovori na naslednja vprašanja. Kateri posamezniki dajejo pečat delu v nadzornem svetu? Ali predsednik nadzornega sveta pravočasno vključi člane v razpravo o bistvenih vprašanjih? Ali v organu vlada ozračje, ki je naklonjeno odprtim in kritičnim razpravam? Ali o nasledstvu uprave in nadzornega sveta *de facto* vnaprej odločata predsednika obeh organov ali so v proces selekcije pravočasno vključeni tudi drugi organi?

Zgornja vprašanja glede razumevanja lastne vloge udeleženih ljudi in opravljanja funkcij se izmikajo zunanjemu preverjanju in ocenjevanju, zato se jih ne da normirati niti z zakoni niti s kodeksi.

2.1.2.3 Managerji

Kakšen naj bi bil primer dobrega sistema upravljanja s strani managementa? Management podjetja, kontrola in nadzorne aktivnosti v podjetju morajo skupaj ustvarjati dolgoročno vrednost podjetja. To je nujna sinergija elementov sistema upravljanja. Temelji sistema upravljanja naj bi temeljili na vzajemnem zaupanju in učinkovitem sodelovanju med različnimi ravni managementa in nadzornimi organi. S takšnim načinom je mogoče zaščititi interese delničarjev in voditi odprto in transparentno komunikacijo. Učinkovit in odgovoren sistem upravljanja lahko izhaja iz spoštovanja naslednjih ključnih načel:

- a) Geslo managerskega pristopa - ustvarjanje vrednosti: kot osnovno vodilo je treba uresničevati dosledno in nenehno ustvarjanje vrednosti v korist delničarjev, zaposlenih in širše javnosti. S tem se ustvarja okolje za dobičkonosnejšo rast. Vrednost delnic dolgoročno raste le, če je podprta z dobrimi poslovanjem podjetja.
- b) Geslo za odgovoren managerski pristop - zavezanost k trajnosti: podjetje bi moralo v svojo tradicijo vgraditi koncept nenehnega razvoja v smislu ekološkega in etično neoporečnega managerskega pristopa. Dobri managerski sistemi utelešajo varnost, skrb za zdravje, ekološko zaščito in kakovostna zagotovila.
- c) Učinkovita politika informiranja - zagotavljanje transparentnosti: proaktivna, odprta, pravočasna in nenehna komunikacija kot pomembna komponenta managementa vrednosti (VBM - *Value Based Management*). Pomembno je pravočasno seznanjanje javnosti, kar je mogoče doseči z medletnimi poročili, obvestili za javnost v časopisju in na spletnih straneh.
- d) Sistem upravljanja - uvrstitev med prepoznavne pristope: s spoštovanjem uveljavljenih notranjih načel podjetja (ki so skladni s kodeksi upravljanja) se povečuje zaupanje vanj.

V obdobju vstopa v Evropsko unijo je za managerje enako pomembno tako poznavanje trga in poslovnega procesa kot tudi poznavanje mednarodnih standardov sistemov upravljanja podjetij.

2.1.2.3.1 Managerska in lastniško-nadzorna funkcija

Inovativna ločitev lastništva od managementa se je razvijala skozi razvoj korporacij in vzporedno finančno podporo. Povzročila je dvoje. Prvič, nastanek trga kapitala in vzpon profesionalnega managementa. Brez ločitve teh dveh funkcij se namreč ne bi mogel razviti trg kapitala, korporacija pa ne bi mogle doseči hitre rasti.

Dokler sta lastniška in managerska funkcija združeni, kapital vselej spremlja njegov lastnik, kar pomeni, da kapital ni na trgu. Z ločitvijo obeh funkcij pa kapital postane tržna dobrina, ki se obrača na kapitalnem trgu. Nastanek kapitalnih trgov je prva pomembna posledica omenjene ločitve lastništva od managementa. Omogočila je množično mobilizacijo nacionalnega in mednarodnega kapitala. V korporacije se je zaradi ločitve obeh funkcij in nastanka kapitalnih trgov začel stekati kapital številnih institucij in posameznikov, to pa je omogočilo njihovo hitro rast.

Druga pomembna posledica ločitve managerske in lastniške funkcije je vzpon profesionalnega managementa. Velike korporacije so se namreč znašle pred izzivom, kako obvladovati in usklajevati vse večje sisteme. Pojavile so se organizacijske inovacije, ki so že danes stalnica vsake večje organizacije: centralizacije informacijskega toka in odločanja, funkcionalne razdelitve odgovornosti in pristojnosti, delitve na strokovno in linijsko vodenje in podobno. Organizacijska struktura velike železniške korporacije iz ZDA iz leta 1870 se skoraj v ničemer ne razlikuje od organizacijske sheme sodobnega podjetja. Profesionalni, visoko specializirani management je postal imperativ velikih korporacij. Razvoj managementa bi bil počasnejši brez ločitve lastniške funkcije od managerske. Ta ločitev je omogočila tudi razvoj specializiranih podpornih okolij. Okrog lastniške funkcije je nastala finančna industrija na čelu z borzo, investicijskim bančništvom ter javnimi in zasebnimi institucijami, ki skrbijo za to, da se lastniška funkcija čim

bolj nemoteno izvaja na trgu vrednostnih papirjev. Okrog managerske funkcije pa so zrasle poslovne šole in svetovalna industrija, ki skrbijo za vse večjo profesionalizacijo managementa.

Zakaj so se ločitve sploh zgodile? Dr. Rus v svojem članku navaja, da že bežni pogled na zgodovino korporacij ponuja odgovor, ki pa ni povsem točen. Sklepamo lahko, da se je ločitev zgodila zaradi ekonomskega razvoja, tehnoloških sprememb in rasti velikih podjetij. Dejstvo je, da sta se lastniška in managerska funkcija ločili sto let prej, preden se je pojavilo veliko povpraševanje po kapitalu. Ločitev sama pa je povzročila rast velikih podjetij.

Ločitev lastniške in kontrolne funkcije je bila v marsičem posledica političnih odločitev. Z zgodovinskim razvojem delniške družbe in njenimi nadzornimi organi je nastal model delničarske demokracije, ki po zgledu politične demokracije gradi na delitvi oblasti: namesto vlade ima upravo, namesto parlamenta nadzorni svet, volilno telo pa so delnice z glasovalno pravico oziroma njihovi lastniki.

Z razpršenostjo lastništva prek delnic je to povzročilo hitro rast, hkrati s tem pa je nastal problem upravljanja. Kako lastnikom zagotoviti izvajanje lastninskih pravic tudi po tem, ko so se ločili od svoje lastnine in jo prepustili v skrb managementu? Problem upravljanja se nanaša na dve različni razmerji. Horizontalno razmerje zadeva odnos med lastniki samimi, vertikalno razmerje pa odnos med lastniki in managementom.

Pri horizontalnih razmerjih nastane problem enakopravnosti delničarjev, ko imamo številne lastnike, ki med seboj niso povezani prek družinskih, prijateljskih ali drugih medosebnih vezi. Razpršenost in številčnost delničarjev ne omogoča prave spodbude, da bi se med seboj dogovarjali, usklajevali svoje interese. Rešitev problema je mogoča z enakopravnostjo oziroma zagotavljanjem enakih pravic vsem lastnikom istega razreda. V današnjih kodeksih upravljanja je ta rešitev opredeljena s pravno zaščito delničarjev. Njen namen je zagotoviti zaščito zasebne lastnine vseh delničarjev ne glede na velikost njihovega vložka.

Pri vertikalnih razmerjih pa se postavi vprašanje nadzora nad managementom. Management ima zaradi vpetosti v dnevno vodenje podjetja veliko več informacij kot njegovi lastniki. Zaradi asimetrije informacij ima management možnost, da bi priredili informacije v lastno korist in v škodo delničarjev. Ker so lastniki številni in razpršeni, nimajo prave spodbude, da bi se usklajevali in s skupnimi močmi preverjali verodostojnost informacij. Hkrati pa imajo močno spodbudo, da bi trud in stroške, ki jih zahteva aktivni nadzor, prepuščali drugim delničarjem, saj se ob »skupni lastnini« trud enega poplača vsem. Ker se vsi zanašajo, da bo nadzor izvajal drugi, tega na koncu ne počne nihče. Glavno vprašanje v razmerju med lastniki in managementom je, kako v takem položaju zagotoviti učinkovit nadzor nad managementom.

2.1.2.3.2 Dilema postati agent ali zaupnik

Številni avtorji pravijo, da ljudje dajejo prednost osebnostni rasti, odgovornosti in samorealizaciji, hkrati pa poudarjajo, da delovanje ravnateljev in zaupanje vanje deluje kot mehanizem, ki preprečuje tveganje. Že v prejšnjem poglavju smo omenili, da predstavljajo psihološke in druge karakteristike v odnosu principal - agent podlago, na kateri temelji odločitev postati agent ali zaupnik.

Veliko ekonomistov misli, da je osnovno načelo teorije iger konservativno, saj igra temelji na domnevi, da konkurenti vedno izbirajo tisto strategijo, ki je za nasprotnika najbolj škodljiva. Takoj ko nasprotniki ne bi izbirali nasprotniku najbolj škodljivih strategij, bi bila izbira posameznega oligopolista napačna. Oligopolisti se obnašajo dinamično in poskušajo na različne načine izboljšati najslabše mogoče izide. Teorija lahko pojasnjuje samo preproste primere duopola in ji ne uspe odkriti vseh vidikov zapletenih oligopolnih problemov v resničnem gospodarskem svetu. Ne glede na kritike pa teorija iger pojasnjuje pomemben vidik konkurence v oligopolu, zlasti pa opozarja na posledice medsebojne soodvisnosti oligopolistov (Tajnikar, 2001, str. 363).

V odnosu principal - agent/zaupnik se odločamo na podlagi treh osnovnih pravil:

- a) obe strani predvidevata, da bo druga stran sprejela določeno odločitev;
- b) na izbiro vplivajo posamezne odločitve in kulturna pogojenost (kolektivizem, moč odločanja);
- c) pričakovanja obeh strani bodo posredno vplivala na odločitev o odnosu agent ali zaupnik.

Kadar govorimo o izbiri med teorijo principal - agent ali zaupniško teorijo, je izbira mogočih odnosov med lastniki podjetja in ravnatelji naslednja:

- lastnik in ravnatelj se odločita za odnos principal - agent;
- lastnik se odloči za zaupniški odnos, ravnatelj pa da prednost odnosu principal - agent;
- lastnik preferira odnos principal - agent, ravnatelj pa se vidi v vlogi zaupnika,
- lastnik podjetja in ravnatelj izbereta zaupniški odnos.

Kadar se lastnik podjetja in ravnatelj odločita za odnos principal - agent, to zadovolji pričakovanja obeh strani. Odnos deluje tako, da minimizira potencialno izgubo obeh strani. Ravnatelj deluje skladno s pričakovanji organizacije in lastnika podjetja, prisotnost kontrole ob morebitnem oportunističnem pa zagotavlja, da stroški odnosa principal - agent ostajajo minimalni. Če se lastnik podjetja in ravnatelj odločita za zaupniški odnos, se zgodi maksimizacija koristi obeh strani. Ravnatelj prevzame profil zaupnika, kar mu prinaša koristi, ker izpolnjuje cilje, ki jih je podjetje zastavilo ob začetku svojega delovanja. Koristi pa ima tudi lastnik, saj mu zaupniški odnos prinaša večjo moč in udeleženo pri upravljanju podjetja. Glavni problem v primeru zapornikove dileme nastane, ko se pojavi različna odločitev na obeh straneh. Če principal izbere odnos principal - agent, hkrati pa se ravnatelj odloči za zaupniškega, bo ravnatelj tisti, ki bo imel občutek, da je v odnosu poražen. Zaupniški odnos ravnatelja le-temu ne prinaša takega notranjega zadovoljstva kot v prejšnjem primeru, zato ravnatelj deluje v nasprotju s cilji podjetja (Davis, Schoorman, Donaldson, 1997, str. 39).

Zaradi tega nastane depersonalizacija delovnega okolja, ravnatelj vidi sebe le skozi prizmo enote, ki je nepotrebna, vse to pa privede do morebitnih uporniških akcij, kot so: slabo delovanje ravnateljev, odsotnost z delovnega mesta, zmanjšanja učinkovitosti delovanja, morebitne kraje, povzročanje škode in zahteve po večjih finančnih kompenzacijah, drugih koristih in boljših delovnih pogojih. Kadar pa principal izbere zaupniški odnos in ravnatelju pripada vloga agenta, se po navadi ravnatelji obnašajo oportunistično in so v prednosti pred lastniki podjetja. Ravnatelj se počuti kot »lisica v kokošnjaku« (Davis, Schoorman, Donaldson, 1997, str. 40) in poskuša zadovoljevati svoje potrebe predvsem na račun podjetja in v škodo lastnikov. Ker delovanje ravnatelja ni v skladu z lastniki, se le-ti počutijo ogoljufane, zato je eden izmed mogočih ukrepov principala zahteva po odpustitvi delujočih ravnateljev.

Ravnatelj tako izbere, da se bo obnašal kot agent ali kot zaupnik. Sama izbira pa je povezana s psihološko motivacijo in z načinom opredelitve danega odnosa. Po drugi strani principal ravno tako izberejo odnos, ki se bo odražal s sprejetjem razmerja agent ali zaupnik. Izbira je odvisna od situacije, v kateri se principal nahaja, in obnašanja, ki ga bodo zavzeli ravnatelji. Uspeh posameznega razmerja je tako pogojen s skupno izbiro razmerja dveh udeležencev v odnosu. Izbira o razmerju agent ali zaupnik je pogojena tako s situacijo, v kateri se posameznik nahaja, in s časom, v katerem deluje. Lahko rečemo, da principal lahko hkrati vzdržuje agent in (ali) zaupniški odnos z različnim številom ravnateljev, ravno tako pa se ravnatelji lahko hkrati znajdejo z različnimi principalami v odnosih principal - agent ali lastnik - zaupnik.

2.1.2.3.3 Etika managerjev

Nekateri avtorji niso vedno neposredno govorili o zaupniški teoriji. Quinn in Jones sta zaupniško teorijo v svojem delu poimenovala »etika agentov« in poiskala vmesno rešitev, ki naj razreši probleme v odnosu principal - agent. Zanju »etika agentov« predstavlja tako politiko podjetja, ki širše opredeljuje logiko teorije principal - agent. Tako predstavljata etično logiko konkurence na trgu in teorijo

principal - agent v opredelitvi štirih etičnih načel, ki bi jih ravnatelji morali upoštevati pred ciljem, kot je npr. doseganje dobička podjetja.

Ta moralna načela niso nekaj novega, so osnovni elementi etičnega obnašanja, vendar avtorja trdita, da imajo posebno moč v ekonomskih in razmerjih principal - agent. Ravnatelji so kot agenti zavezani osnovnim etičnim načelom, o katerih avtorja pravita, da so že dolgo splošno sprejeta in razumljena, vendar jih je bilo treba ponovno ovrednotiti. Veliko akterjev na trgu je namreč že »pozabilo« na upoštevanje etike pri sprejemanju večine poslovnih odločitev. Avtorja se zavedata, da je teorija principal - agent še vedno zelo razširjen model upravljanja, zato se sprašujeta, ali je mogoče osnovno etično zavezanost agenta in principala vpeti v načelo, kjer ravnatelji ostajajo agenti, delujoči v imenu lastnikov podjetja. Tako je mogoče govoriti o nekaterih splošnih moralnih načelih, ki naj bi delovali kot minimalni okvir, ki bi ga upoštevali v vseh okoljih, vključujoč poslovno okolje. Osnovna načela temeljijo na tem, da je dobro spoštovati sprejete sporazume, pogodbe, da se izogibamo lažem, če ne povzročamo škode drugim ter spoštovati zasebnost in avtonomijo drugih udeležencev.

Avtorja sta poskušala zelo splošna načela povezati s poslovnim okoljem, kjer bi morala ta načela predstavljati predpogoj za učinkovito delovanje na trgu in v odnosu principal - agent. Sprejetje teh načel v obliki poslovnih norm je tisto, kar po njunem mnenju pripomore k ohranjanju še vedno uveljavljenega razmerja principal - agent, ki bi drugače že davno izgubil svoj pomen. Prvi dve načeli (Quinn, Jones, 1995, str. 34) sta splošno priznani kot del splošne etike na trgu, saj drugače trg ne bi mogel obstajati. Prvo načelo je spoštovanje pogodb, ki temelji na osnovah modela principal - agent in ga je treba upoštevati, zlasti ko principal in agent svoje sodelovanje potrdita s pogodbo. Drugo načelo, ki ga moramo upoštevati, je izogibanje lažem. Prepoznavanje tega načela mora predstavljati osnovo za učinkovito delovanje trgov. Drugi dve načeli, in sicer izogibanje škode in spoštovanje avtonomije, pa predstavljata bistvo ekonomskih razmerij. Posameznikovo prepoznavanje in spoštovanje drugih posredno govori tudi o svobodi odločanja. Svobodno odločanje na trgu nam dovoljuje, da posamezniki sklepajo pogodbe, ki temeljijo na etičnem obnašanju. Svoboda odločanja igra pomembno

vlogo v ekonomskih aktivnosti na splošno in v razmerju principal - agent, če svobodno odločanje gledamo nekoliko ožje. Ravnatelji kot agenti morajo spoštovati pravico do svobodnega odločanja in jo hkrati priznavati vsakomur.

Vprašanja, kako povečati premoženje podjetja, ne smejo prevladati nad svobodnim odločanjem posameznikov, saj osnovna načela, ki temeljijo na spoštovanju svobodnega odločanja, predstavljajo predhodno osnovo za razmerje principal - agent. Samo s predhodnim poznavanjem in prepoznavanjem teh etičnih načel, bo razmerje principal - agent ohranilo svojo vrednost tudi v prihodnje.

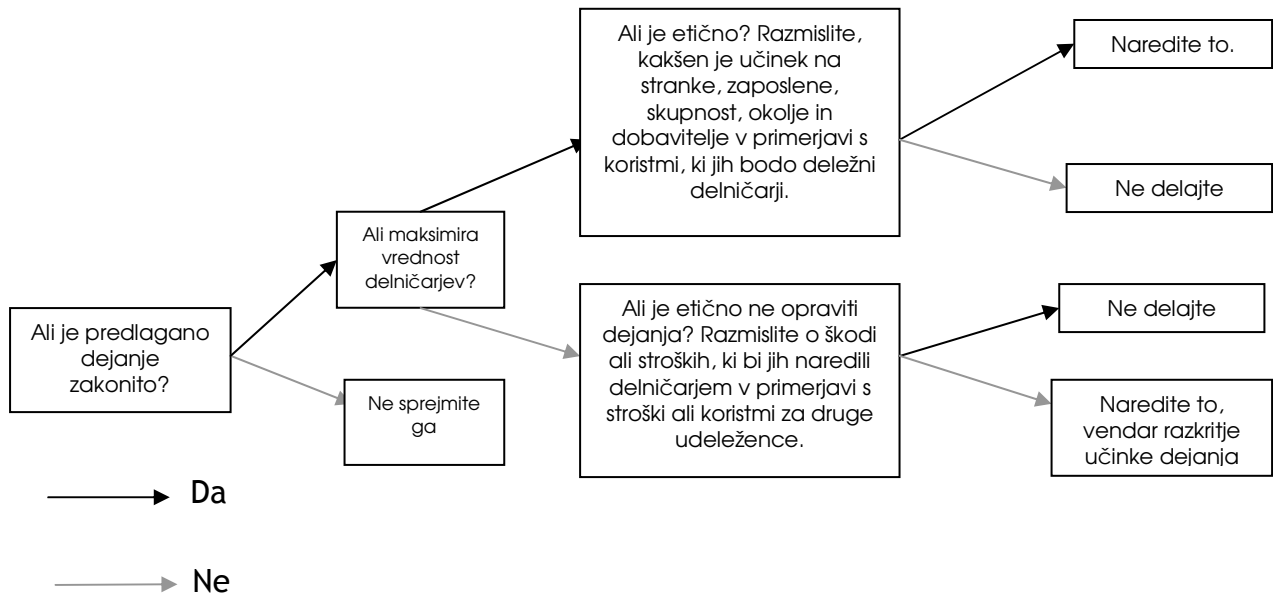
Odgovor na to, ali je etika pomemben element delovanja managerjev, dajejo finančni škandali, ki so se zgodili v preteklosti, kjer je poleg zavestnega preziranja pravnih pravil šlo tudi za oddaljevanje od etike. Od managerjev se zahteva sprejemanje odločitev in dejanj, ki so v najboljšem interesu podjetja. To pa ne pomeni vedno maksimiranja vrednosti za delničarjev, ne oziraje se na učinke, ki jih ima določena odločitev za zaposlene, porabnike, dobavitelje ali skupnost, v kateri določeno podjetje posluje. Ozko osredinjenje na SHV se ne odraža samo v nepoštenih določitvah z vidika drugih udeležencev, ampak gledano na dolgi rok večkrat pomeni tudi slabšo odločitev za delničarjev.

Namen drevesa odločitve je oskrbeti vodilne v poslu z učinkovitim orodjem vrednotenja dejanj s pravnega in z etičnega vidika njihovih odločitev. Se je etičnega odločanja mogoče naučiti? Prav gotovo ni dovolj samo opozarjanje managerjev in direktorjev, naj bodo etični pri sprejemanju odločitev. Najprej je treba razumeti splošno mnenje, kaj sploh je etično v poslu. Teoretiki bi najprej morali pojasniti managerjem, vodjem skupnosti, delovnih skupinam, okoljevarstvenikom in politikom, katera je lista vrednot, ki je ljudem najpomembnejša. Z vidika podjetništva kot tudi z vidika posameznika to pomeni visokokakovostne proizvode, najnižje mogoče cene, pomembno delo z ustreznimi nadomestili, zagotavljanje visokega donosa za delničarje, zagotavljanje obstoja planeta ipd. Tiste, ki že vodijo podjetja kot tudi tiste, ki bodo to postali, je mogoče etičnega odločanja naučiti. Kajti z izpostavljenostjo različnim vrednotam,

s katerimi povečuješ vrednost npr. TQM, *benchmarking*, se spremeni razmišljanje o etiki in le-ta vključuje tudi vrednostno komponento.

Na kakšen način naj bi manager pri svojih odločitvah etično razmišljal prikazujemo na sliki 2.2.

Slika 2.2: Drevo odločitve managerjev



Vir: Bagely, 2002, str. 12.

Eden izmed predsednikov nadzornega sveta uspešne delniške družbe pri nas pravi, da nadzornik nikakor ne sme sodelovati z upravo, saj se tako vmešava v operativne odločitve, ki pa niso njegovo delo. Nadzornik mora, če ugotovi, da uprava s svojim početjem škodi lastnikom, le-tej svetovati, naj stvar preveri in dokaže, da se določena poteza splača. Dokaz za to, lahko grafično predstavlja tudi nekoliko modificirano drevo odločitve (Vidmar, 2004, str. 46).

2.2 Koristi in stroški ločitve lastništva in upravljanja

Večina družb, ki se odloči za uvedbo določenega tipa sistema upravljanja, ima kompleksno organizacijo, ki je potrebna ne samo zaradi velikosti, temveč tudi zato, ker je potrebno znanje specifično in razpršeno med več ljudi. Zaradi obstoječe razpršenosti znanja je priporočljivo, da se tudi upravljanje razprši na ljudi, ki imajo specifično znanje za to. Med stroške ločitve lastništva in upravljanja teorija prišteva predvsem stroške, ki nastanejo zaradi dejanj agentov, torej uprave in/ali nadzornega sveta, ki ne maksimirajo blagostanja principalov, torej premoženja družbe, ki jo upravljajo in/ali nadzorujejo. Med takšna dejanja lahko uvrstimo (Zajc, Gerželj, 2004, str. 44-52):

- pretirano izkoriščanje privilegijev uprave (npr. nakup dragih službenih avtomobilov, poslovnih prostorov);
- priljubljeni projekti uprave, ki nimajo upravičenih ekonomskih razlogov z vidika maksimiranja vrednosti družbe;
- razpršitev presežnega denarnega toka (presežek nad sredstvi, potrebnimi za financiranje vseh projektov v družbi), ki bi moral biti lastnikom izplačan v obliki dividend oziroma delitve dobička, sicer se zmanjšuje vrednost družbe in se koristi lastnikov ne maksimirajo (managerji se včasih izogibajo izplačilu dividend, saj se tako zmanjšuje premoženje družbe in tudi moč organov upravljanja in nadzora);
- odpor proti statusnim spremembam, saj uprava in nadzorni svet največkrat izgubita svojo pozicijo;
- prekomerna rast (uprava ima interes po rasti družbe prek obsega, saj zagotavlja maksimiranje koristi lastnikov in tudi osebnih koristi).

Zgoraj navedeno predstavlja slabosti nekega sistema, verjetnost, da se bodo pojavile, pa je zelo velika, zato se jih je potrebno zavedati in jih poskušati minimizirati. V nadaljevanju bomo po avtorjih Zajc in Gerželj (Zajc, Gerželj, 2004,

str. 44-52) predstavili mehanizme za minimiziranje pojavnosti zgoraj navedenih dejanj.

2.2.1 Dolžnosti članov uprave in nadzornega sveta

Slovenski Zakon o gospodarskih družbah določa, da morajo uprava in nadzorni svet delovati samostojno, na lastno odgovornost in v dobro družbe. Uprava in nadzorni svet naj delujeta pri opravljanju svojih poslov, torej vodenju družbe s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika. Uprava in nadzorni svet se morata ravnati po dveh standardih: obnašanje dobrega gospodarstvenika (angl. *duty of care*) in ekonomska zvestoba družbi (angl. *duty of loyalty*), saj npr. informacij, ki sta jih izvedela pri opravljanju svojih dolžnosti, ne smeta uporabiti za lastne interese in namene ali namene drugih. Z drugimi besedami, ne uprava ne nadzorni svet ne smeta pridobivati koristi in ne dobička v škodo družbe. V nasprotnem primeru gre za odškodninsko odgovornost uprave ali nadzornega sveta. Naloga uprave in nadzornega sveta je poistovetiti svoje cilje in interese z interesi in cilji delničarjev oziroma lastnikov.

Od članov uprave in nadzornega sveta se pričakuje, da bodo sprejemali odločitve, ki so povezane s tveganjem, kar omogoča družbi, da se razvija in maksimira vrednost družbe. Ena izmed bistvenih lastnosti, ki loči dobre upravljavce od slabih, je njihova sposobnost ocenjevanja tveganj in njihov pogum za sprejemanje relativno tveganih odločitev, ki imajo lahko za posledico velike dobičke. Če njihova odgovornost ne bi bila omejena s pravilom poslovne presoje, bi se lahko zgodilo (odvisno od njihove nagnjenosti k tveganju), da bi se odločali za bolj konservativne, preverjene in netvegane ter zato potencialno manj donosne odločitve.

Zaradi navedenih posebnosti položaja članov uprave in/ali nadzornega sveta se njihova odgovornost presoja kot obligacija prizadevanja in ne kot obligacija uspeha, saj je pomemben samo proces, ki je pripeljal do njihove odločitve. Ali ta pripelje do ustreznega dosežka z vidika družbe za odločitev o odgovornosti, ni pomembno, predvideva pa se, da se s tem zmanjšujejo agencijski stroški.

2.2.2 Sistemi nadzora

Med sisteme nadzora prištevamo nadzorni svet, upravo ali direktorski odbor. Ekonomska funkcija nadzornega sveta glede vodenja in upravljanja je predvsem zmanjševanje transakcijskih stroškov, ki bi bili precej visoki, če bi vsak delničar opravljal nadzor nad delom uprave. Učinkovitost tovrstnega mehanizma je gotovo boljša ob razpršenem lastništvu. Nadzorni svet naj bi skladno s cilji družbe in v imenu delničarjev nadzoroval upravo in tako zmanjševal zastopniške stroške.

2.2.3 Sistemi odločanja

Eden izmed sistemov odločanja je hierarhični sistem, kjer nadrejeni izvaja dvojno kontrolo nad podrejenim: s potrjevanjem pobude in s spremljanjem izvedbe potrjenih pobud podrejenega. S takšno organizacijo je posameznim nosilcem funkcije odločanja oteženo, da bi zlorabili svoj položaj ter delovali v lastno korist in na stroške lastnikov.

2.2.4 Moč delničarjev

Moč posameznega delničarja je odvisna od vsebine delničarskih upravičenj in od števila delnic, ki jih ima. Ob manjši razpršenosti lastništva je nadzor nad delovanjem uprave in/ali nadzornega sveta cenejši, saj lahko delničarji uveljavljajo neposredni vpliv na vodenje družbe.

2.2.5 Stečajno pravo

Če družba zaradi določenih okoliščin zaide v stečaj, je tovrsten mehanizem primeren za zmanjšanje pristojnosti ali zamenjavo uprave. Torej gre za spodbujanje uprave v smeri uspešnega delovanja, seveda tako dolgo, dokler obstaja nevarnost uporabe tega mehanizma.

2.2.6 Sistemi nagrajevanja

K motiviranju uprave lahko veliko prispevajo sistemi nagrajevanja, zato uprava ravna tako, kot ustreza interesom delničarjev, in s tem rešujejo problem moralnega hazarda ter posledično zmanjšujejo zastopniške stroške. Če na primer član uprave postane lastnik družbe, bo tudi v njegovem interesu, da se premoženje družbe poveča, kar je posledica uspešnega delovanja družbe. Še boljša rešitev pa so po mnenju teorije opcije, ki dajejo lastniku oziroma imetniku pravico, da po določenem času kupi delnico družbe po vnaprej določeni ceni ne glede na njeno trenutno ceno. Opcije bolj motivirajo upravo, saj pomenijo plačilo le, če je cena delnic na borzi, ko jih vnovčujejo, višja od odkupne cene, določene z opcijo. V nasprotnem primeru je vrednost opcije enaka nič.

2.2.7 Kapitalska sestava

Kapitalska sestava je stvar strategije vsake družbe. Uprava ni vedno zainteresirana, da bi presežne denarne tokove izplačevala v obliki dividend, kar bi bilo največkrat učinkovito z vidika družbe. Zadolževanje je seveda smiselno do tiste točke, ko pridemo do optimalnega razmerja med lastniškim in dolžniškim kapitalom (mejni stroški se izenačijo z mejnimi koristmi). Ob dolžniškem kapitalu se s presežnim denarnim tokom vračajo anuitete, posledično pa uprava deluje bolj učinkovito, saj ima na drugi strani tudi nadzor s strani lastnikov dolžniškega kapitala.

2.2.8 Koncentracija lastništva

Kot že zapisano, obstaja povezava med koncentriranim lastništvom in cenejšim nadzorom. Kakšna koncentracija je optimalna za učinkovit nadzor? Če posamezni delničar ni tudi 100-% lastnik delnic družbe, sam nosi vse stroške kontrole, medtem ko so koristi razpršene med vse delničarje. V takem primeru posamezni delničar po navadi nima ekonomske motivacije za učinkovit nadzor vodenja družbe. Kontrola upravljanja v tem primeru ni optimalna oziroma je prenizka za delničarje kot skupino.

2.2.9 Kreditorska sestava

Dolžniški kapital se pridobiva na podlagi kreditnih pogodb, v katerih se dolžnik - uprava zavezuje k poročanju o poslovanju družbe in o pomembnejših odločitvah. Od poslovanja družbe in njenega sodelovanja s kreditorji je posledično odvisna tudi učinkovitost in produktivnost družbe z zmanjševanjem zastopniških stroškov.

2.2.10 Kapitalski trg

Trg motivira upravo, da s svojim delovanjem povečuje vrednost družbe. Kadar imajo delnice prenizko ceno, je lahko to odraz slabega upravljanja družbe. Trgi torej disciplinirajo obnašanje vodstva družbe v tem, da se vrednost družbe odraža na trgu, trgi pa »kaznujejo« družbo z nizko ceno ter jo s tem izpostavijo nevarnostim prevzema in posledično zelo verjetno odstavitvijo vodstva.

2.2.11 Trg managerskih storitev

Cena posameznega managerja so oblikuje na podlagi delovanja ekonomskega trga, torej ponudbe in povpraševanja. Ob višji ceni posameznika je pričakovati, da je leta odraze delovanja trga in da bodo posledično s tem zmanjšanja zastopniški stroški.

2.2.12 Konkurenca na trgu produktov in storitev

Cene produktov in storitev posamezne družbe vplivajo na ceno oziroma vrednost družbe.

2.2.13 Zunanji nadzorniki in regulatorji

Zunanji nadzorniki in regulatorji imajo veliko vlogo pri vplivajo na optimalno poslovanje uprave in/ali nadzornega sveta, saj preverjajo, ali uprava in/ali nadzorni svet delujeta skladno s cilji, ki jih posamezna družbe in zakonodaja zasleduje in določa. Učinkovitejši kot so nadzorniki, tem manjši so stroški ločitve

lastništva in upravljanja in tem učinkovitejše so gospodarske družbe in gospodarstvo kot celota.

2.3 Kazalniki pričakovanj udeležencev

Kadar opredeljujemo poslovne cilje in njihove poti, jih ne moremo vselej opredeliti na podlagi splošnega predhodnega znanja, temveč si je treba pridobiti posebna znanja. Ta pridobimo s pomočjo proučevanja preteklih dogodkov in stanj, med katerimi obstajajo soodvisnosti vzrokov in posledic. Deležniki posameznega podjetja imajo glede na svoje interese in vloge v podjetju različne cilje. S poznavanjem ustreznih kazalnikov in njihovim proučevanjem lahko presojamo pojave in stanja, pri katerih lahko prepoznamo vzročne zveze. Proučevanje kazalnikov ima preventivni značaj, saj tako pridemo do preudarnejših poslovnih odločitev. Namen gospodarskega proučevanja ni v podrobnem opisovanju ugotovljenih sredstev, temveč presojanje ugodnosti poslovnih procesov in stanj z vidika zdravega (tj. zelenega) in uspešnega delovanja, ki omogoča dolgoročni obstoj in razvoj podjetja. Ustreznost poslovanja zagotavlja, da bodo poslovni nameni in cilji doseženi na učinkovit in gospodaren način, uspešnost poslovanja pa pomeni, da bodo s poslovnim delovanjem dosegli tiste namene in cilje, ki so bili pričakovani oziroma načrtovani pred začetkom poslovanja. Proučevanje razumemo kot varovalni mehanizem, ki omogoča gospodarsko presojo vsestranske primernosti organiziranih poslovnih procesov v podjetju.

Beseda kazalnik izvira iz latinske besede *indicator*, kar najpogosteje razumemo kot znak ali dokaz nekega stanja ali procesa, ki se je ali se bo odvijal v stvarnosti. S kazalniki lahko hitro in obsežno prikažemo zapletene gospodarske procese in razmerja.

Razširjena je uporaba sistemov povezanih kazalnikov, pri katerih dobimo strnjene kazalnike s pomočjo osnovnih matematičnih operacij na nižjih ravneh strnjevanja. Najbolj znan je sistem kazalnikov poslovne uspešnosti, ki ima za izhodišče kazalnik donosnosti sredstev (ROA - *return on assets*), kazalnik donosnosti naložb (ROI - *return on investment*) ali kazalnik donosnosti kapitala (ROE - *return on equity*).

Avtorji so razvili različne izpeljane sisteme kazalnikov. Znani in pogosto uporabni so naslednji:

- a) Du Pontov sistem kazalnikov za predstavitev donosnosti v ZDA;
- b) sistem kazalnikov Zveze elektrotehnične industrije v Nemčiji;
- c) sistem kazalnikov za predstavitev donosnosti in likvidnosti, ki sta ga razvila Reichmann in Lachnit;
- d) piramidna sestava kazalnikov za predstavitev donosnosti sredstev (ROI) v Veliki Britaniji, ki jo je razvil I. Harrington;
- e) sistem kazalnikov za predstavitev donosnosti v Franciji, z izhodiščem v rentabilnosti kapitala, ki sta ga razvila P. Lauzel in A. Cibert. (Koletnik, 2006, str. 26-57).

V nadaljevanju so predstavljeni samo nekateri izmed kazalnikov, ki so pomembni za posamezne skupine udeležencev.

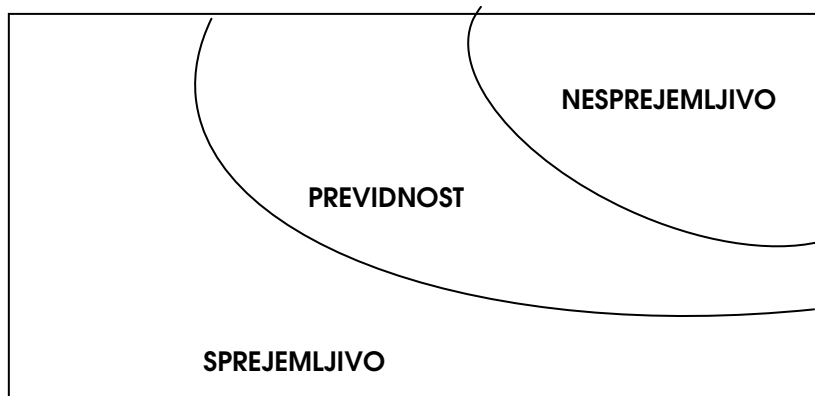
2.3.1 Upravljanje s tveganji

Ko govorimo o sistemih upravljanja podjetij in udeležencih, ki jih le-ti vključujejo, ne moremo mimo tveganj, s katerimi se vsako podjetje srečuje. Izhodišče kakovostnih pristopov k upravljanju tveganj je omejenost virov posamezne organizacije. Tveganja namreč izhajajo iz te omejenosti, zato je upravljanje s tveganji proces, ki ga ne moremo prekiniti. Omejenost virov narekuje potrebo po identifikaciji in razumevanju tveganj, ki jim je posamezna organizacija izpostavljena. Formalna analiza tveganj je vedno specifična in odvisna od dejavnikov, ki so specifični za posamezno organizacijo. Kako pogosto naj se analiza tveganj izvaja, je odvisno od vplivov okolja in od količine in narave sprememb znotraj okolja.

Analiza tveganj mora pripeljati do ocene posamičnega tveganja iz dveh vidikov. Prvo z vidika vpliva tveganja na podjetje pri doseganju njegovih ciljev in drugo z

vidika verjetnosti, da se tveganje uresniči. Sprejemljivost tveganja je za vsako posamezno podjetje različna, kar je odvisno od notranjih in zunanjih dejavnikov, lahko pa to grafično ponazorimo kot je prikazano na sliki 2.3.

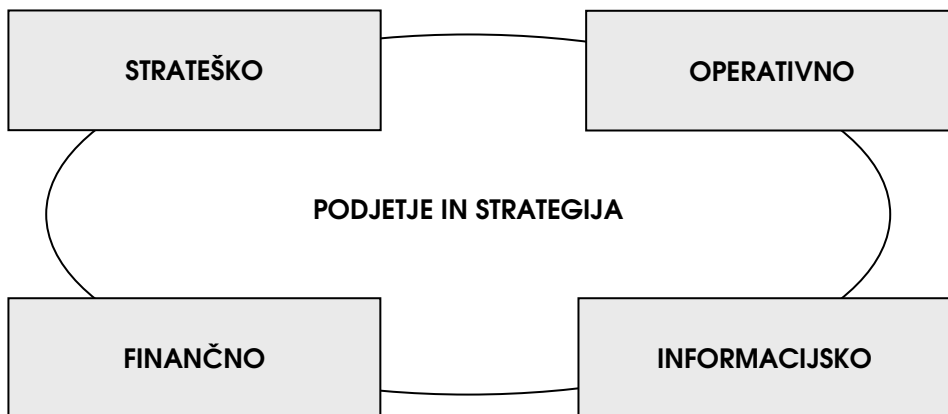
Slika 2.3: Sprejemljivost tveganj



Vir: Burazer, 2003, str. 14.

Osnovna opredelitev tveganj katerim so v grobem izpostavljena vsa podjetja, je prikazana na sliki 2.4.

Slika 2.4: Podjetniška tveganja



Vir: Burazer, 2003, str.15.

Po zgornji grobi razmejitvi tveganj vidimo, da gre za vsebinsko prekrivanje tistega, kar je zapisano v kodeksih upravljanja oziroma za področja, ki jih morajo opredeljevati sistemi upravljanja podjetij.

2.3.2 Vrednost delnice

Cilj poslovanja na temelju maksimiranja vrednosti delnic (*shareholdervalue* - SHV koncept) se uveljavlja tudi v Sloveniji, čeprav pogoji, npr. razvoj kapitalskega trga, sestava lastništva in sistemi upravljanja, uresničevanja tega cilja še ne omogočajo povsem. Ker udeleženci podjetniškega okolja vršijo pritiske na managerje, je posledica le-tega lahko podcenjenost delnice družb. To pa pomeni nevarnost prevzemov, pritiske na zvišanje tečaja delnic zaradi povečevanja lastništva vodstvenega in srednjega managementa v družbah, nagrajevanje vodstvenega kadra z delniškimi opcijami, nezadovoljstvo zunanjih delničarjev, predvsem institucionalnih vlagateljev, kot so investicijski in pokojninski skladi, z donosom delnic, delničarski aktivizem, manjše možnosti nadaljnjega financiranja prek trga delnic in drugo.

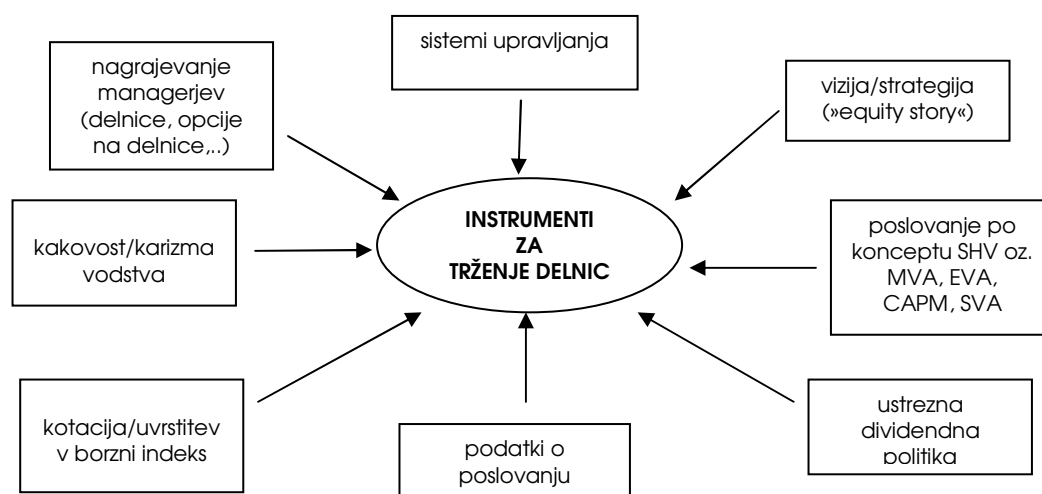
Pri vrednosti delnice tudi objava poslovnih izidov ni več dovolj. Pozornost, ki jo javnost namenja objavam računovodskim dobičkom, krepi prepričanje poslovne javnosti, da so tečaji delnic pod velikim, če že ne popolnim vplivom poročil o dobičkih. Števila vodstva družb se zavedajo, da rast dobičkov ne vodi nujno k zvišanju vrednosti podjetja in s tem tržne cene njihovih delnic. Izključna uporaba kazalcev pri vrednotenju cene delnic je pomanjkljiva zaradi slabosti računovodskih kazalcev, predvsem zato, ker se nanašajo izključno na preteklost. Kar pomeni, da naložbe niso v celoti vključene, nista upoštevana časovna vrednost denarja in tveganje, znanje kot kapital, vrednost blagovnih znamk in podobno. To lahko vodstva podjetij pripelje do zanemarjanja dolgoročnih prednosti za podjetje na račun kratkoročnega objavljanja dobičkov. Vlagatelje namreč bolj kot preteklo poslovanje prepričajo prihodnost poslovanja podjetja in njegove perspektive.

Podcenjene delnice nosijo v sebi bistveno slabost, tj. nezmožnost zbiranja dodatnega kapitala. Prav tako podcenjenost delnic pomeni negativen odnos finančnih analitikov do družbe, saj na dolgotrajni podcenjenosti družbe, kjer ni

pričakovati sprememb na bolje, običajno temelji njihovo priporočilo za prodajo delnic takega podjetja. Ko podjetje ne zvišuje vrednosti za delničarje to negativno vpliva tudi na vse preostale interesne skupine.

Usmeritev na kratkoročne dobičke in zniževanje vrednosti podjetja namreč dolgoročno pomeni tudi zmanjšanje produktivnosti in konkurenčnosti, kar lahko pripelje do zaprtja ali prevzema take družbe. Če so prevzemi pogosto dobri za donos delničarjev, pa za zaposlene običajno ne pomenijo pozitivnih sprememb. Največkrat povzročijo nezadovoljstvo kupcev in strank ter zmanjšajo prednosti za lokalno okolje. Podcenjene delnice imajo tudi negativen učinek na državo. Ob nespremenjenih domačih in mednarodnih razmerah je podcenjen kapitalski trg dejansko znamenje slabo razvitega kapitalskega trga, iz česar sledi tudi slabši gospodarski položaj delniških družb, ki se namesto financiranja na finančnem trgu prek izdaj delnic, obveznic ali kratkoročnih vrednostnih papirjev financirajo prek drugih finančnih virov. Gospodarska škoda pa lahko nastane tudi ob zanimanju tujih prevzemnikov, saj na slabo razvitem kapitalskem trgu cene teh podjetij dosegajo nizke ravni in so zato poceni nakup za tuje prevzemnike, namesto da bi zanje iztržili najvišje mogoče cene.

Slika 2.5: Pomembnejši dejavniki vrednosti delnice



Vir: Kupljen, 2002, str.26.

Poleg materialnih sredstev se moramo zavedati, da se vrednost podjetij vse bolj premika k nematerialnim, kar je ključ in pogosto še premalo izkoriščena možnost družb za poviševanje vrednosti delničarjev v današnji prevladujoči ekonomiji znanja.

Sistemi upravljanja igrajo ključno vlogo v odločitvah kje, v kakšni obliki in s kakšnimi stroški kapitala se potencialni zunanji investitor odloči za naložbo. V splošnem je že uveljavljeno, da tako domači kot tuji investitorji upoštevajo kakovost sistemov upravljanja pri investicijskih odločitvah v določeno gospodarstvo ali družbo (DeJong, DeJong, Mertens, Wasley, 2002, str. 1-5). Eden najbolj pomembnih kazalnikov dobičkonosnosti je donos na lastniški kapital (angl. *return on equity* ROE). Donos na lastniški kapital pove, koliko dobička je ustvarila družba v primerjavi z vloženim lastniškim kapitalom, iz bilance stanja. Donos na lastniški kapital vključuje tri glavne vzvode, s katerimi lahko management spodbuja vrednost družbe:

- donosnost;
- management sredstev (*asset management*) in
- finančno vzvodje.

Z dojemanjem donosa na kapital kot sestavljank, kar predstavlja sposobnost managementa, da uravnovesijo zgoraj naštete stebre managementa družbe, lahko investitorji dobijo dober občutek, če bodo z vložkom v dotično podjetje dobili sprejemljiv donos na lastniški kapital.

Preprosteje povedano je donos na lastniški kapital najpomembnejši »benchmark« učinkovitosti podjetja, torej koliko lahko ustvarimo z 1 vloženim tolarjem. Kot večina kazalnikov pa ima tudi donos na lastniški kapital omejitve, saj je potrebno razlikovati donosnost kapitala glede na panogo v kateri je podjetje, naj bo sistem upravljanja še tako dober.

Če sistem upravljanja vpliva na uspešnost podjetja in je ta korelacija v celoti vključena v trg, potem bi se morala cena delnice oziroma deleža hitro prilagajati vsaki pomembnejši spremembi v upravljanju podjetja. Pri tem je pomembna moč teorije agenta in njegovih interesov. Na podlagi raziskave v 90. letih je bilo ugotovljeno, da je sistem upravljanja v močni korelaciji z donosnostjo na lastniški kapital. Investicijska strategija o nakupih delnic z najnižjim G (indeksom sistema upravljanja) (kar pomeni, da so pravice delničarjev močne) in prodaji delnic podjetij z najvišjim G (šibke pravice delničarjev), se je odrazila v 8,5 % letnih donosih (Gompers, Ishii, Metrick, 2001, str. 34).

2.3.3 Ekonomska dodana vrednost - EVA

2.3.3.1 Opredelitev ekonomske dodane vrednosti

Kaj je ekonomska dodana vrednost? EVA je dobiček, ki ostane, ko od vloženega kapitala, ki je ustvaril dobiček, odštejemo stroške tega kapitala (Stern, 2003, str. 12).

Milton Friedman je poudarjal, da je eden bistvenih temeljev svobodne tržne družbe načelo, da so se managerji dolžni truditi za zagotavljanje »čim več denarnega toka delničarjem«, kot je to mogoče.

Ekonomska dodana vrednost je eden izmed poslovnih modelov, ki se je začel sredi devetdesetih uveljavljati v ZDA. EVA je namreč integralni koncept, ki je hkrati praktično uporaben in teoretično ustrezno podprt. Ponuja nam odgovor na vprašanje, kako načrtovati, meriti in na koncu tudi nagrajevati »ustvarjanje vrednosti«. Integralnost modela nam omogoča njegovo uporabo pri merjenju uspešnosti preteklega poslovanja, pri ocenjevanju strategij in investicijskih odločitev, nagrajevanju in ne nazadnje tudi pri ocenjevanju vrednosti podjetij.

Če koncept EVA uporabimo pravilno, se pri analizi poslovanja lahko izognemo nestanovitnosti računovodskih standardov, povrhu pa lahko uskladimo interese managerjev z interesi lastnikov, pravi Stern. Kajti, če ocenjujemo uspešnost

strategije podjetja le na podlagi finančno-računovodskih informacij, se moramo zavedati vsaj dveh omejitev. Prvič, različna merila donosnosti podjetja so lahko zavajajoča, če ne upoštevajo celotnih stroškov kapitala, vključujoč lastne vire. Drugič, tradicionalna kvantitativna finančno-računovodska analiza podjetja je zelo pomemben del strateške analize podjetja, vendar ne vključuje vseh relevantnih informacij, ki jih managerji potrebujejo pri strateških odločitvah (Lahovnik, 2003, str. 46).

Pri uporabnosti modela EVA pri nas ocenjujemo, da v tej razvojni fazi uporabnost te metodologije pride najbolj do veljave, ko se ocenjuje in presoja strateške odločitve ter pri strategiji podjetij. Značilnost slovenskih podjetij glede meril za presojo uspešnosti poslovanja je, da se v večini podjetij v zadnjih letih pojavljata kazalnika dobiček in donos na lastniški kapital kot najpogosteje uporabljeni merili in da v širši laični in tudi strokovni javnosti pravih alternativ ni mogoče najti (Javornik, 2004, str. 50).

V Sloveniji bi lahko odnos do uspešnosti poslovanja razdelili v dve časovni obdobji. Prvo obdobje sega do leta 1995-1996, ko doseganje dobička sploh ni bil neposreden imperativ poslovanja slovenskih podjetij. Glede na to, da se do takrat lastništvo podjetij s privatizacijo še ni opredelilo, management podjetij na strani kapitala ni imel resnega sogovornika. Pogled po izkazih poslovanja nam kaže, da je bil glavni cilj takratnega finančnega računovodstva izkazati minimalen dobiček oziroma minimalno izgubo in da je bil dobiček bolj stvar odnosa med podjetjem in davčno upravo. Z lastninjenjem večine podjetij (po letu 1996) se je doktrina izkazovanja minimalnega dobička bistveno spremenila. Management je dobil sogovornike v obliki institucionalnih investitorjev in v vlogi lastnikov (zunanjih), ki so začeli kazati interese po donosu. Doktrina izkazovanja minimalnega dobička se je sprevrgla v doktrino izkazovanja čim večjega dobička. Višina izkazanega dobička in visoke medletne stopnje rasti dobička, so postale prvo merilo pri presoji uspešnosti poslovanja slovenskih podjetij. Včasih tudi na račun dolgoročnega razvoja podjetij (Javornik, 2004, str. 50).

Poenostavljeno je ekonomsko dodano vrednost mogoče izračunati tako, da od prihodkov od prodaje odštejemo stroške iz poslovanja in davke, nato pa odštejemo celotni investirani kapital, od katerega smo prej odšteli ceno kapitala. EVA pomeni zadržani dobiček in pojasnjuje osnovno logiko: delničarji morajo prejeti nagrado, ki bo najmanj pokrila tveganje in nerazpolaganje s kapitalom, vloženim v podjetje za določen čas. Če je EVA enaka nič, je poslovanje podjetja še zadovoljivo, dosežena je minimalna zahtevana stopnja donosa lastniškega in dolžniškega kapitala.

Temeljna prednost koncepta EVA je, da odpravlja zgoraj navedeno prvo omejitev oziroma da upošteva celotne stroške kapitala. Lastni kapital je v razvitih gospodarstvih praviloma dražji vir financiranja kot dolžniški viri, zato neupoštevanje oportunitetnih stroškov kapitala ne daje realne slike o tem, kakšno ekonomsko vrednost prinaša dejavnost podjetja svojim lastnikom. Managerji bi morali zato pri presojanju investicijskih odločitev upoštevati pri izračunu tehtanih povprečnih stroškov kapitala, tudi oportunitetni strošek lastnih virov (gre za donos, ki bi ga delničarji podjetja lahko dosegli, če bi ta denar naložili zunaj podjetja v enako tvegano naložbo). To je namreč ključni pogoj za povečevanje vrednosti za delničarje podjetja. Skladno s konceptom EVA se torej ekonomska dodana vrednost ustvari le, če je notranja stopnja donosnosti naložbe večja od tehtanih povprečnih stroškov kapitala, vključujoč lastne vire (Lahovnik, 2003, str. 46).

Ena izmed prednosti koncepta EVA je, da je dovolj preprost, da ga lahko razumejo in uporabljajo tudi nefinančniki. EVA je ekonomski dobiček. Če je koncept EVA ustrezno uresničen v podjetju, potem EVA usklajuje interese managerjev in delničarjev in tako je končan konflikt interesov, ki je leta ogrožal korporacije. Pravi ekonomski dobiček je merilo uspešnosti poslovanja podjetja, tj. cilj, ki koristi delničarjem. Enak cilj imajo managerji, saj so njihove nagrade odvisne od ekonomske dodane vrednosti. Nimajo več namena manipulirati s kazalniki dobička na delnico ali donosnost neto sredstev ali donosnost naložb (Stern, 2003, str. 18).

Med najpogostejšimi očitki modelu EVA so pretirana finančna usmerjenost, kratkoročnost, brezkompromisna logika kapitala in neustrezno vrednotenje nefinančnih gonil vrednosti podjetja.

V ameriških podjetjih je ustvarjanje vrednosti za delničarje najvišji cilj podjetja, medtem ko se v evropskem prostoru zagovarjajo uravnoteženi interesi med lastniki, zaposlenimi, kupci, dobavitelji in okoljem.

2.3.3.2 Uporabnost modela EVA

Model EVA je v razviti različici mogoče uporabljati na naslednjih področjih, kot model:

- vrednotenja strategije družbe (*ex ante value planning*);
- preverjanja upravičenosti investicijskih odločitev;
- merjenja uspešnosti poslovanja (*ex post*) in
- nagrajevanja uprave s sistemom »bonusov«.

Vsak resno zastavljen poskus uvajanja modela EVA zahteva, da se odločitvena merila v podjetju poenotijo in uveljavijo v vseh štirih dimenzijah. Uvajanje tega modela se tesno prilega doktrini, t. i. računovodstva odgovornosti. Obe doktrini namreč temeljita na principu decentralizirane organizacijske strukture, za katero velja prenos dela pristojnosti in odgovornosti (Javornik, 2004, str. 44).

Metoda naj bi bila po mnenju nekaterih avtorjev primerna za podjetja, ki imajo kratko naložbeno dobo (podjetja v gradbeništvu, računalništvu, živilski industriji, svetovanju in bančništvu). Manj primerna pa je za podjetja, ki imajo velika ciklična nihanja naložb oziroma izrazito dolge naložbe (podjetja iz telekomunikacij, gozdarstva, farmacije in podobno).

Uporaba koncepta EVA zagotavlja, da se pri presojanju investicij upošteva interes delničarjev. Izvajanje investicijskih projektov z dolgoročno negativno EVA pomeni, da se za delničarje ustvarja negativna vrednost oziroma da bi ti z enako tveganimi naložbami zunaj podjetja načeloma ustvarili večji donos. Koncept je mogoče uporabiti na različnih organizacijskih ravneh znotraj podjetja. Intuitivno je to

logičen in razumljiv koncept, ki je lahko primerna osnova za presojanje investicijskih odločitev. Zgoraj zapisane so prednosti koncepta EVA.

Kot vsak koncept ali model ima tudi EVA slabosti. S spoznanjem, da je znanje ključni vir konkurenčne prednosti podjetja, je dobil pristop, ki poudarja, da je treba pri upravljanju podjetja upoštevati tudi interese preostalih primarnih udeležencev in ne le lastnikov dodatno razsežnost. Delničarski pogled na podjetje je treba dopolniti z vprašanjem, kdo in kako ustvarja dodano vrednost v podjetju. Temu primerno je treba določiti primarne in sekundarne udeležence v podjetju. EVA poudarja predvsem vidik lastnikov oziroma finančni vidik. Nevarnost je v tem, da se preveč poudari kratkoročni finančni vidik na škodo dolgoročnega uravnoteženega razvoja podjetja. Pri izračunu EVA upoštevamo oportunitetni strošek lastnih virov, ki je sestavljen iz donosa netvegane naložbe in specifične premije za tveganje za določeno podjetje. V nestabilnem finančnem okolju in ob rasti obrestnih mer, torej zaradi zunanjih dejavnikov, se lahko zahtevani donos nenormalno poveča, to pa kratkoročno vpliva na sprejemanje oziroma opuščanje investicijskih odločitev. Te morajo biti dolgoročno usmerjene. Prav tako se postavlja vprašanje ocene specifičnega tveganja določenega podjetja in seveda predvsem, ali bi delničarji v resnici lahko ustvarili zahtevani donos zunaj podjetja (Lahovnik, 2003, str. 46).

2.3.4 Donos na investicijo (ROI)

Če verjamemo predpostavki, da managerji maksimirajo bogastvo delničarjev, to pomeni, da investirajo do točke, ko se stroški kapitala izenačijo z mejnim donosom na investicijo (ROI_m). Ker so stroški kapitala enaki za tuje vire, pridobljene tako na notranjem kot zunanjem trgu (gledano z vidika narodnega gospodarstva), so investicijske stopnje neodvisne od načina financiranja. Zato se tudi predvideva, da je ROI enak za vsa podjetja, če izvezemo razlike v poslovnem tveganju.

Strokovnjaki na empiričnem področju zgoraj navedenim trditvam oporekajo, rekoč, da so investicije povezane z virom financiranja prek hierarhije financ. Sredstva,

zbrana od zunaj, so dražja od sredstev znotraj podjetja (denarnega toka). Ocene o ROI se med seboj razlikujejo. Običajno so nižje od stroškov kapitala.

2.3.4.1 Pravne institucije in donos na investicijo

Povzeto po Kose in Kedia (Kose, Kedia, 2002, str.38), podjetje, ki maksimira premoženje delničarjev investira do točke, ko se mejni donos na investicijo izenači s stroški kapitala. Ko govorimo o razmerju med mejnim donosom na investicijo in stroški kapitala, imamo v mislih Tobinov kazalnik q (q_m), ki ga zapišemo kot razmerje med povprečnim donosom investicije (r) in stroškom kapitala (i):

$$Q_m = r/i$$

(2.1)

Ker bi morala biti povprečna stopnja donosa investicije večja ali enaka mejnemu donosu, predvidevamo, da ima podjetje, ki maksimira premoženje delničarjev $q_m \geq 1$ (razmerje med povprečnim donosom in stroški kapitala).

Na morebitni obseg investicije in s tem posledično tudi na donos na investicijo vpliva več dejavnikov, med katerimi je v povezavi s sistemi upravljanja smiselno poudariti vpliv pravnih institucij, lastniške strukture in discipline kapitalskega trga.

Zaradi različnih pravnih sistemov izhajamo iz predpostavke, da imajo države, ki imajo močan pravni sistem imajo $q_m \geq 1$, torej višji donos. Iz tega sledi, da imajo države, ki imajo šibek pravni sistem $q_m < 1$, višje stroške kapitala in posledično nižji donos. Šibki sistemi upravljanja omogočajo managerjem, da zasledujejo svoje cilje na račun delničarjev. Managerji namenijo manj za dividende in posledično zadržijo delež denarnih tokov, ki jih namenijo doseganju »svojih« ciljev. Med te cilje prištevamo velikost in rast podjetja. Druga stran premajhnega izplačila dividend je preveliko investiranje (vlaganje). To posledično pomeni pričakovanje, da bo $q_m < 1$ v državah s šibkejšim sistemom upravljanja.

Nekatera podjetja imajo investicijske priložnosti, vendar imajo omejene finančne vire. V takšnem primeru oboji, managerji in delničarji, pridobijo na račun doseganja visokih investicijskih stopenj in hitre rasti. Pri takšnih podjetjih ne moremo govoriti o konfliktu interesov managerjev in delničarjev oziroma dividend in investicijske politike. Običajno gre za mlada podjetja in hitro rastoče dejavnosti, ki se lahko hitro soočijo s problemom asimetrije informacij in so hitro podvržena dezinvestiranju, zato, da je $q_m \geq 1$. Slednje vodi do sklepa, da se to lahko dogaja v državah s šibkim sistemom upravljanja. To pomeni, da imajo države, ki imajo omejene investicijske možnosti in šibkejša pravna sistema, $q_m < 1$. Interesi managerjev in delničarjev so običajno skladni, kadar govorimo o eni osebi. Če gre za vsaj dve različni osebi, imajo lastniki vedno isto zahtevo, tj. maksimiranje premoženja. Kljub manifestiranju managerske razsodnosti o nižjih ROI je to sprejemljivo le, kadar imamo široko razpršenost lastništva. To hipotezo utemeljujemo s primerjavo q_m v podjetjih, kjer imajo široko razpršeno lastništvo in drugih podjetjih, ki imajo močan sistem upravljanja.

Pri proučevanju vplivov lastniških struktur na donos na investicijo pridemo do ugotovitev, da imajo v državah z močnim sistemom upravljanja podjetja s široko razpršenim lastništvom nižji q_m kot druga podjetja v državi. Pričakovati je, da težnja (spodbuda) k maksimiranju premoženja delničarjev narašča oziroma pada skladno z lastniško udeležbo managerjev. Težko je preprosto napovedovati vrednost q_m za podjetja, ki jih kontrolirajo posamezniki ali družine v državah z močno institucionalno zaščito manjšinskih delničarjev.

V državah s šibko zaščito je situacija drugačna. V teh državah ne moremo pričakovati toliko podjetij, ki bi imela razpršeno lastništvo. Investitorji niso pripravljene plačati večjih vsot za delnice, za katere vedo, da jih lahko obvladujejo in izkoriščajo dominantni delničarji in lastniki-ustanovitelji, ki zato ne emitirajo veliko delnic. V podjetju z razpršenim lastništvom in državi, kjer pravne institucije ne ščitijo manjšinskih delničarjev, predvidevamo, da ima podjetje dovolj investicijskih priložnosti ali pa so se prevladujoči lastniki zavezali, da ne bodo izkoriščali manjšinskih delničarjev, zato so izdali manj delnic. V takšnih podjetjih lahko pričakujemo sorazmerno visoke ROI. V državah s šibkim sistemom upravljanja

in široko razpršenim lastništvom imajo podjetja višji q_m kot druga podjetja v državi.

Čeprav obstoječa literatura predpostavlja, da imajo individualno vodene (kontrolirane) družbe višje ROI kot druga podjetja v državi z močnim sistemom upravljanja, ne moremo oblikovati sklepov, da imajo individualno vodene (kontrolirane) družbe v državah s šibkejšim sistemom upravljanja nižji ROI. Vse družbe, ki jih je raziskava zajela, so izdale navadne delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu. Posameznik ali družina (t. i. individualno vodenje) ima v lasti večji sveženj delnic, vendar ne vsega. Kakršni koli skladi/kapitalski deleži, ki se delijo med delničarje, se delijo med vse delničarje. Individuum, ki vodi družbo, si bo lahko poskušal prisvojiti deleže podjetja tako, da ne bo dodajal vrednosti delnicam podjetja. Šibek sistem upravljanja zagotavlja večjo širino pri izkoriščanju manjšinskih delničarjev s strani dominantnega delničarja. Hkrati pa bo ta onemogočil napovedi ali je investicijska učinkovitost v državah s šibkim sistemom prevladujoča ali ne.

2.3.4.2 Disciplina kapitalskega trga in ROI

Če so stroški zunanjega kapitala večji od stroškov notranjega kapitala zaradi transakcijskih stroškov pri izdaji obveznic in delnic ali zaradi problemov asimetrije informacij med managerji in kapitalskim trgom, bo družba, ki teži k maksimiranju premoženja delničarjev, investirala manj, q_m pa bo rasel prek 1. Pri družbah, ki maksimirajo premoženje delničarjev, mora biti donos na celotno investicijo večji od stroškov kapitala. To razmerje mora zdržati ne glede na vir financiranja.

2.4 Udeleženci v raziskavah o sistemih upravljanja

Na podlagi številnih raziskav menja o sistemih upravljanja menim, da je smiselno predstaviti ugotovitve, kako posamezni udeleženci podjetniškega okolja sprejemajo uvedbo sistemov upravljanja. Udeleženci okolja imajo na eni strani pričakovanja v smislu višine kazalnikov, na drugi strani pa menja in izkušnje, ki so rezultat spodnjih povzetkov raziskav.

Raziskava, ki jo je izvedla revizijska hiša Ernst & Young leta 2005 (*Ernst&Young Corporate Governance Web Survey*), je pokazala, da management dojema področja o sistemih upravljanja manj pozitivno kot člani upravnega odbora. Gre za sposobnost organizacije o izvajanju področij sistemov upravljanja, za dojetanje dejanske vloge članov upravnega odbora ter o kontrolnih mehanizmih nad učinkovitostjo managementa.

Na področju komunikacije in podpore za izvajanje dobrega sistema upravljanja je bilo ugotoviti, da je še veliko prostora za razširitev le-tega, saj le 1/3 anketiranih verjame, da je navedeno področje dovolj razširjeno. Na drugi strani kar 59 % investorjev navaja, da so slabo obveščeni o politiki podjetij, v katera vlagajo naložbe. Le 36 % managerjev navaja, da je organizacijska kultura ustrezno naravnana k dobremu sistemu upravljanja (www.ey.com).

Revizijski odbor in interna nadzorna funkcija so navzoči v 80 % vprašanih podjetij. 62 % članov upravnega odbora se strinja, da revizorji zagotavljajo primerno raven nadzora (www.ey.com).

Večina deležnikov ima omejene informacije o politiki sistemov upravljanja. Celo najboljše obveščeni investorji ne poročajo o visokem zavedanju načel, vpeljanih sistemov upravljanja. Menda so najboljše seznanjeni z načeli o »komunikaciji« z deležniki ter »neodvisnem in učinkovitem odboru.

Skoraj polovica investorjev je odgovorila, da bi bila pripravljena plačati višjo premijo za podjetja, ki odražajo uspešen pristop k upravljanju tveganj in vpeljejo načela dobrega sistema upravljanja. Raziskava je izsledek odgovorov 563 vprašanih, od katerih je 61 % anketirancev iz območja ZDA, 14 % iz Velike Britanije, 2 % iz Kanade, 2 % iz Francije ter 1 % iz Avstralije. Skupno število anketiranih držav je 40 (www.ey.com).

Druga zanimiva raziskava iz leta 2002, ki jo je izvedla *The Economist Intelligence Unit Limited* in odraža še posledice škandalov, je npr. Enrona. Raziskava je obsegala svetovne managerje. Za 46 % vprašanih so bili sistemi upravljanja v tistem

času ena izmed treh priorit, za 14 % pa kar najvišja prioriteta dela. Izsledki so dokazali dvom o številčnih regulatorjih in pretiranih notranjih postopkih, ki počasi že ovirajo učinkovitost vodenja. V zgornji raziskavi smo zapisali, da so investitorji zaradi dobrega sistema upravljanja pripravljeni plačati višjo ceno. Tu pa so navedeni dejavniki, ki najbolj ogrožajo ceno delnic. Mednje sodijo tržno tveganje, pomanjkanje kakovostnega top managementa, tveganje ugleda, nesposobnost inoviranja, slabi finančni rezultati in razkritja.

Eden večjih problemov, ki ga v raziskavi navajajo anketiranci, je transparentnost, saj razkritja zaradi svojega obsega hitro postanejo netransparentna. Sistemi upravljanja so veliko več kot pravilnost bilance stanja. Uvedeni in aktivno morajo biti znotraj podjetja, znotraj katerega se pojavljajo naslednje ovire: kulturne in managerske grožnje o »curljanju informacij« in dvomljivi praksi, povečana pozornost delničarjev in investorjev na operativni denarni tok namesto na donos na delnico, pomanjkanje finančnega razumevanja starejših izvršilnih direktorjev v odboru, pomanjkanje finančnega razumevanja s strani spodnjega in srednjega managementa, pomanjkanje poslovnega razumevanja zunanjih nadzornikov, pomanjkanje poslovnega razumevanja upravnega odbora, tehnološke ovire, ki otežujejo primerno celotno sliko, stroški implementacije in komuniciranja politike sistemov upravljanja skozi organizacijo (www.eiu.com).

Za uspešno uvajanje sistemov upravljanja je izrednega pomena poudarjanje organizacijske kulture, ki določa, kako se bodo ljudje obnašali, ko nadrejenih ne bo v bližini. V neposredni povezavi s kulturo pa so struktura podjetja, politika in poslovni procesi, ki morajo tvoriti celoto. V zvezi s tem so bili anketiranci vprašani o vplivih strogega upravljanja na poslovanje. Večina jih meni, da nima vpliva na možnost sklepanja novih partnerstev zunaj obstoječih povezav niti na možnost podjema inovativnih aktivnosti v smislu združevanja. Pretežno pozitiven vpliv je zaznan pri možnostih novih in zakonitih sredstvih za zmanjšanje finančnega tveganja. Negativen vpliv pa se nanaša na dolžino postopkov *due-dilligence* v fazi združitve ali prevzemov ter na možnost sprejemanja hitrih in učinkovitih odločitev (www.eiu.com).

S katerimi kazalniki lahko najboljše zagotovimo transparentnost za delničarje, je v poslovanju delniške družbe ključno. Z globalno uvedbo mednarodnih računovodskih standardov v finančnih poročilih, hitrejšimi razkritji notranjega trgovanja (*manager buy out*), s potrditvijo vseh poročil za delničarje s strani managerjev ter z zahtevo po vključitvi finančnega in poslovnega pregleda v letno poročilo.

Kljub zahtevam državnih kodeksov o razkritjih in poročanju o sistemih upravljanja je raziskava pokazala, da so informacije o upravljanju, ki bi morale biti del vsebine spletnih strani in letnih poročil, zelo skope ali jih sploh ni. Managerji imajo jasno določeno odgovornost o seznanjanju zaposlenih in investorjev o ustrezni ravni politike upravljanja.

Med podjetji, ki so sodelovali v raziskavi, jih ima kar 81 % kodeks upravljanja, kar je zanimiv podatek (www.eiu.com).

Tretjo raziskavo (www.eiu.com), ki je bila izvedena leta 2003, je prav tako izvedla *The Economist Intelligence Unit Limited*. Vsebina raziskave je bila enaka kot leta 2002. Namen raziskave je bilo ugotoviti spremembe mnenje glede na preteklo leto. Med 310 udeleženci, kjer je med zanimivejšimi podatek, da jih 3/4 vprašanih verjame, da so investitorji bolj zahtevni pri pridobivanju informacij kot v preteklosti. Po vsebini je enaka drugi raziskavi, saj je šlo za ugotavljanje sprememb strukture odgovorov. Na vprašanje, ali so podjetja, ki kotirajo na borzi, bolj upravljanja po padcu Enrona, jih je 45 % odgovorilo, da tega ne morejo vedeti, 36 % pa, da lahko. Ugotoviti je bilo, da se javno mnenje v poslovanje podjetij v splošnem izboljšuje.

3 PRIMER SISTEMA UPRAVLJANJA PODJETIJ V POSLOVNEM SISTEMU »F«

Sistemi upravljanja podjetij oziroma njihovi mehanizmi predstavljajo okvir, ki je v nekem gospodarstvu veljaven in mogoč, vsaka družba pa si mora določiti svoj

konkreten sistem. Ta je odvisen od njene velikosti, tveganosti poslovanja, javnosti in drugih udeležencev ter delniške strukture.

Ugledna mednarodna hiša Heidrick & Struggles, ki je specializirana za iskanje vodilnih kadrov, že več let zapovrstjo meri kakovost upravljanja podjetij v Evropi oziroma desetih najrazvitejših evropskih državah.

Pri tem uporablja tri merila (www.heidrick.com):

- način dela uprave in nadzornega sveta (enotirna ali dvotirna, kdo imenuje in nadzira upravo, kako je nagrajena ...);
- sestava vodstvenih struktur (delež vodilnih brez izvršnih pristojnosti in prisotnost kadra tuje nacionalnosti) in
- raven njihovega »razkritja« javnosti (starosti članov uprav, njihovih vzporednih funkcij in prejemkov, delniških struktur ...).

3.1 Sistemi upravljanja v Sloveniji

Slovenski trg kapitala je pravzaprav vmesna različica predstavljenih tipov sistemov upravljanja podjetij, kontinentalnega in anglosaškega. Vzrok za takšno opredelitev izhaja iz dejstva, da so delniške družbe iz privatizacije izšle z razpršenimi delniškimi strukturami, ki se vse bolj koncentrirajo, trg kapitala pa posledično pridobiva vse več lastnosti kontinentalnega modela (Bajuk, 2004, str. 29). Pravna podlaga za oblikovanje sistemov upravljanja je Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1).

3.1.1 Stanje v Sloveniji

V tem trenutku pogojujeta osnovne značilnosti sistema upravljanja podjetij v Sloveniji dva procesa, ki potekata hkrati:

- lastninjenje in privatizacija, ki se dokončno končuje, in

- koncentracija lastništva, ki je v fazi največje intenzitete.

Na zakonodajni strani poteka harmonizacija in unifikacija našega korporacijskega prava s pravnim redom Evropske unije. Osnovni in najpomembnejši značilnosti zdajšnjega trenutka razvoja korporacijskega prava v Evropski uniji sta jasna praksa sodišča Evropske skupnosti glede liberalizacije prenosa sedeža in ustanavljanja podružnic znotraj EU in možnost ustanavljanja evropske delniške družbe od 8. oktobra 2004 naprej. Navedeno je pomembno vplivalo na spremembo slovenske zakonodaje, predvsem na oblikovanje novega Zakona o gospodarskih družbah (Bratina, 2004, str. 24).

Lastništvo se pospešeno koncentrira, a kljub strahu pred negativnimi učinki koncentracije ne gre ambiciozno uvajati sprememb v smeri za nekatere navidezno »optimalne lastniške strukture«. Predvsem je treba zagotoviti preglednost prenosov lastništva, poslovanja podjetij (v skladu z mednarodnimi računovodskimi standardi), vzpostavitev dodatnih mehanizmov za zaščito malih delničarjev ter izboljšanje odnosa podjetij do svojih delničarjev. Bolj kot sama velikost, sestava in absolutna neodvisnost nadzornega sveta je pomembna strokovnost nadzornikov. Vsega tega ne gre razvijati brez sočasnih sprememb in povečevanja konkurenčnosti slovenskega finančnega sistema, to je brez ustreznih spodbud v smeri večjega bančnega financiranja, zlasti malih in srednjih podjetij ter spodbud za vstop teh podjetij na borzo. S tem ter z večjo preglednostjo in boljšim odnosom podjetij do njihovih vlagateljev lahko spodbudimo dotok svežega kapitala v podjetja, zagotovimo naložbe v raziskave in razvoj ter posledično dolgoročno konkurenčnost slovenskih podjetij in rast slovenskega gospodarstva (Gregorič, 2003b [URL:<http://www.finance-on.net/id=64837>]).

Slovenske razmere v upravljanju delniških družb in drugih združb so zaradi majhnosti prostora take, da si postavimo vprašanje: Kakšno prijateljstvo je mogoče med nadzornikom (npr. med lastnikom oziroma članom nadzornega sveta) in nadzorovanim (članom nadzornega sveta oziroma uprave)?« Iz doslednosti dejanj pri nadzorovanju lahko tudi sklepamo, ali si nosilci oblasti nekaj resnično želijo in v kolikšni meri nameravajo uresničiti postavljene cilje. Resnična privrženost enotno

opredeljenim ciljem vseh treh organov upravljanja in podrejanje drugih interesov temu načelu je po oceni Mihelčiča nujen pogoj za skladnost nadzorniške in zaupniške funkcije (Mihelčič, 2003, str. 11-17).

Novela ZGD-1 je v slovenski gospodarski prostor prinesla možnost, da delniške družbe izberejo enotirni sistem upravljanja, ko je vodstvena in nadzorna funkcija združena v enem organu. Enotirni sistem upravljanja daje delničarjem več manevrskega prostora za oblikovanje sistema po meri. Zlasti primeren je za družbe, kjer imajo delničarji jasno vizijo glede poslovanja družbe in njenega upravljanja. To pa so gotovo matične družbe koncerna in delniške družbe z delničarji s pomembno udeležbo v kapitalu (Kostrevec, 2005, str. 1). Enotirni sistem omogoča dokaj svobodno oblikovanje upravnega odbora (članstvo, sestava, mandat), pri čemer lahko ta izmed sebe ali tretjih oseb imenuje izvršne direktorje, ki lahko opravijo tekoče naloge družbe in skrbijo za finančni del poslovanja družbe. Vendar pa ima razdelitev funkcij med upravni odbor in izvršne direktorje nekaj pravnih omejitev, ki lahko pomenijo resno oviro pri prehodu na enotirni sistem. Temeljna omejitev je gotovo ta, da predsednik upravnega odbora ki ima glavno besedo (odločujoč glas) pri odločanju upravnega odbora, ne more biti hkrati izvršni direktor.

V Sloveniji prevladuje dvotirni sistem upravljanja, ki pozna tri medsebojno ločene in neodvisne organe: skupščino delničarjev, nadzorni svet in upravo družbe. Poleg veliko razprav o prednostih in slabostih posameznih tipov sistemov upravljanja je že opaziti spremembe, predvsem pri vstopu tujcev (npr. v bančništvu), da je sistem enotirnega sistema v večinski uporabi. Na dvotirni sistem prisegajo samo države, ki padejo pod germanski vpliv. Mednje sodi tudi Slovenija, ki je večino svoje zakonodaje povzela po germanski.

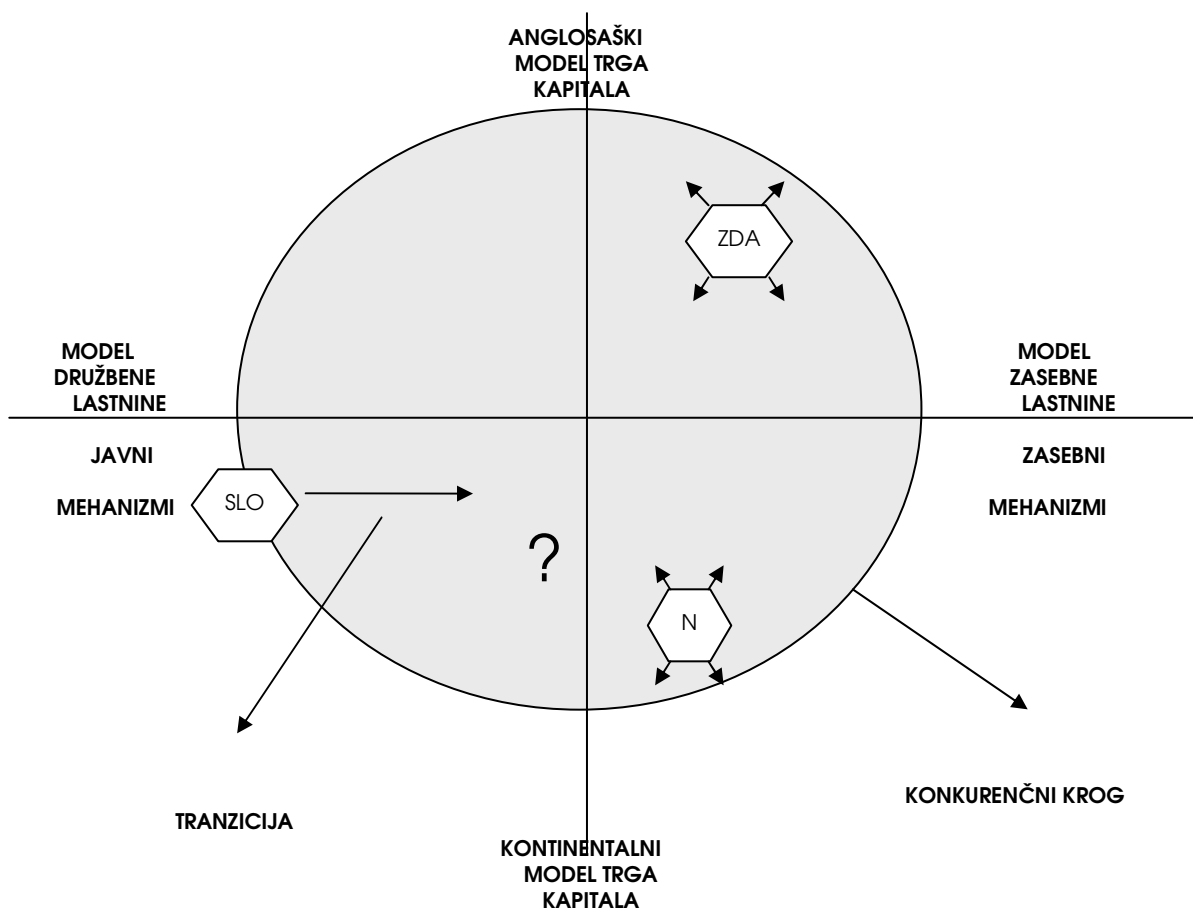
3.1.2 Temeljni vplivi na sistem upravljanja v Sloveniji

Slika 3.1 prikazuje dve skupini vplivov, ki ju ponazarjata vodoravna in navpična os. Navpična os ponazarja razlike med osnovnimi modeli trga kapitala in korporacijsko-pravnega modela upravljanja družb. Umestitev držav glede na navpično os ni

težavna, saj so lastnosti primerljive, pridobimo pa jih iz primerjave različnih sistemov.

V Sloveniji smo povzeli nemški oziroma avstrijski koncept upravljanja podjetij. Na drugi strani smo povzeli anglosaški model trga kapitala, ki pa vse bolj pridobiva lastnosti kontinentalno-evropskega modela.

Slika 3.1: Ponazoritev temeljnih vplivov na sistem upravljanja in sistem v Sloveniji



Vir: Bajuk, 2004a, str.15

Za opredeljevanje razmerja med javnimi in zasebnimi mehanizmi velja ugotovitev, da so tradicionalni kapitalsko usmerjeni sistemi umeščeni bolj na desni kot tranzicijske države. To opazimo, če primerjamo vpliv države in njeno vpletenost v urejanje razmerij in principali samimi (delničarji, deležniki, zaposleni) ter principalom in agentom z javnimi mehanizmi in obstoj ter razvitost zasebnih mehanizmov v posameznih gospodarskih družbah (predvsem kakovost dela nadzornih mehanizmov, razvitost in kakovost oblik motivacije managementa, vloga institucij na trgu kapitala, razvitost etičnih načel delovanja družb in organov družb ipd.).

Ob tem je treba poudariti, da niso pomembni samo javni mehanizmi na področju korporacijsko-pravne zakonodaje, temveč pravila trga kapitala, delovno-pravno področje in druga področja, s katerimi se srečujejo družbe pri svojem delovanju.

Vzhodnoevropske tranzicijske države pa tudi Slovenija se srečujejo na eni strani s povzemanjem evropskih in ameriških pravnih modelov urejanja gospodarskih družb in trga kapitala na drugi strani pa opravljajo težko nalogo prilagajanja družbenopolitičnega okolja novim pravnim in demokratičnim razmeram. Poimenovanje tranzicijske države ponazarja prav zaostanek slednjega za hitrimi spremembami pozitivno-pravnega urejanja korporacijskega in ekonomskega okolja.

Bolj kot državni sistem temelji na spoštovanju pravice do lastnine, intenzivneje bodo razmerja v gospodarski družbi urejena z zasebnimi mehanizmi. Bolj ko lahko državo označimo s pojmom »tranzicijska«, močnejši so v družbi javni mehanizmi. V slovenskem prostoru se npr. vloga države zmanjšuje, s čimer se spreminja razmerje javnih in zasebnih mehanizmov v prid slednjim. Ob tem pa je pomembno poudariti, da se lahko javni mehanizmi umikajo v prid zasebnim le do meje socialne države, ki pa jo v različnih kulturnih okoljih različno opredeljujemo.

Slika 3.1 kaže, da ni idealnih sistemov upravljanja družb, da pa obstaja konkurenčni krog, ki združuje nešteto kombinacij vplivov na upravljanje družb. Če želijo gospodarski sistemi ohraniti konkurenčnost, se morajo neprestano prilagajati gospodarskemu in družbenemu razvoju. Pri tem velja opozoriti, da se

tradicionalni, kapitalno usmerjeni sistemi, prilagajajo trenutnim razmeram na trgu, tranzicijske države pa morajo izvajati veliko večja prilagajanja lastnih ureditev, da bi njihova gospodarstva šele postala konkurenčna (Bajuk, 2004a, str. 15).

3.1.3 Usmeritve sistemov upravljanja v Sloveniji

V Sloveniji bo treba na področju sistemov upravljanja poenotiti naslednje poglede, ki izhajajo iz:

- močne prepletenosti gospodarskih in političnih interesov z makroekonomsko, skoraj neopazno vlogo lastnikov;
- velike moči managementa (kot delna posledica šibkosti lastnikov in posledično nadzornih svetov), zaradi uspešne vloge, ki jo je odigral v obdobju tranzicije in osamosvajanja;
- velikosti slovenskih gospodarskih družb in strukturiranosti njenega lastništva v primerjavi z mednarodnimi;
- naključnosti lastniške strukture, katere posledica je praviloma nedefiniran namen gospodarske družbe (www.socius.si - Stanje vodenja in upravljanja gospodarskih družb v Sloveniji);

Mali delničarji so pasivni, koncentracija lastništva počasna, likvidnost slaba, nadzorni sveti šibki, moč managerjev velika, država se prek skladov vtika v upravljanje (Gregorič, 2003a, str. 57-62).

V Sloveniji je opaziti krčenje števila uprav in nadzornih svetov proti manjšim, od eno- do dvočlanskim upravam in od tri- do štiričlanskim nadzornim svetom. Zato je čedalje večja težava komunikacija. Vprašanje je, ali je v majhnih družbah z manj številčno zastopanimi organi smiseln dvotirni sistem in ali ne bi mogoče učinkoviteje deloval enotirni, saj bi povečeval izmenjavo informacij (Gregorič, 2003a, str. 57-62).

V katero smer naj se razvija slovensko upravljanje podjetij?

- razkrivajmo koalicije (delničarji naj najpozneje na skupščini zahtevajo razkritje koalicij velikih delničarjev);
- uveljavimo internet (delničarji naj bodo aktivnejši, ko bodo lahko glasovali, dajali nasprotne predloge, zbirali pooblastila po internetu);
- sklepi skupščine so premalo (delničarji naj zahtevajo podrobnejše poročanje. Sklepom naj se dodajo podatki, kako je kdo glasoval, in druge podrobnosti);
- male delničarje v nadzorni svet (ne le predstavnike zaposlenih, ampak tudi več strokovno usposobljenih malih delničarjev);
- zahtevajmo podatke o plačah (delničarji naj zahtevajo poročila o modelih nagrajevanja in zneskih izplačil za člane organov upravljanja);
- nadzornike po certifikat (vsak zaupanja vreden član nadzornega sveta naj ima potrdilo, da se je ustrezno izobrazil za to funkcijo);
- več komunikacije med upravo in nadzornim svetom (manjše uprave in nadzorni sveti naj okrepijo komunikacijo, morda lahko razmislijo celo o enotirnem sistemu);
- investicijska politika velikih (vsak institucionalni vlagatelj naj javno razgrne investicijsko politiko in upravljavska stališča);
- poziv nejavnim delniškim družbam (kodeks naj spodbudi velike nejavne družbe, ki imajo veliko delničarjev, k spoštovanju kodeksa) (Gregorič, 2002, str. 20).

V tem poglavju bo predstavljen osnutek oblikovanja optimalnega sistema upravljanja v poslovnem sistemu »F«. Vzrok za to je sodelovanju v organizacijskih spremembah poslovnega sistema »F« skozi dva vidika: vidik združevanja posameznih samostojnih podjetij v novo ustanovljen koncern ter vidik ločevanje lastniške in managerske funkcije.

Večina podjetnikov ne želi razmišljati o formiranju profesionalne uprave, ki bi podjetje uspešno vodila in ga tudi pripeljala prek nevarnih čeri tranzicije. Glavni

razlog za to je želja po ohranitvi popolne neodvisnosti, za katero mislijo, da jo lahko obdržijo samo v ozkem družinskem krogu. Profesionalizaciji uprave podjetniki nasprotujejo tudi zaradi varovanja poslovnih skrivnosti, zaupnosti tehničnih in finančnih podatkov in tudi zaradi bojazni pred preveliko birokratizacijo podjetja. Popolna zaprtost pred vplivi od zunaj, ki se pojavlja v veliko družinskih podjetjih, je skoraj vedno škodljiva. Novi ljudje, ki prihajajo od drugod, prinašajo nove ideje, nove izkušnje, večjo dinamičnost in fleksibilnost, kar je za podjetništvo še kako pomembno. Novi ljudje v podjetju, gledajo na stvari z odprtimi očmi, opažajo napake, ki jih zaposleni ne vidijo več ter strogo ločijo upravljanje in lastništvo od vodenja. Vsekakor je načrtno vključevanje in zaposlovanje ljudi zunaj družine po začetni fazi razvoja za podjetje samo koristna odločitev.

Kakovost vodstva v veliki meri vpliva na vrednost podjetja. Učinkovita upravljavaska skupina zna postavljati cilje in jih glede na objektivna dejstva tudi uresničevati. Profesionalni management ni obremenjen z lastniškimi odnosi, razen seveda, če v vodstvu podjetja ne deluje tudi kdo izmed družinskih članov z določenim lastniškim deležem. Najpomembnejšo vlogo pri profesionalizaciji vodenja ima vsekakor ustanovitelj, ki je v večini primerov tudi večinski ali edini lastnik (Kelbl, 2002, str. 87).

3.2 Primer poslovnega sistema »F«

Poslovni sistem »F« je pravno oblikovan kot kapitalska družba, družba z omejeno odgovornostjo, ki pod svojim okriljem združuje 18 samostojnih podjetij, ki jih po klasifikaciji novele zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1) uvrščamo med mala podjetja. Dejavnosti posameznih podjetij so različne. Nekatere med njimi so v posameznih točkah poslovanja zelo povezane. Glavne dejavnosti, ki jih opravljamo, so finance, leasing, avtomobilizem, mednarodna trgovina, nepremičnine in inženiring. Organizacijska struktura je oblikovana tako, da so vsa samostojna podjetja del poslovnega sistema, ki je kot pravna oblika družba z omejeno odgovornostjo, deluje pa po principu naložbenega holdinga. Holding za vsa svoja podjetja združuje finančno in računovodsko funkcijo. Zaradi števila samostojnih podjetij po posameznih dejavnostih in tendencah po pripojitvah oziroma prevzemih

manjših podjetij je bila na skupščini holdinga sprejeta odločitev o postopnem organizacijskem preoblikovanju po posameznih dejavnostih.

Razlike med sistemi upravljanja po svetu sprožajo vrsto vprašanj. Kako kombinirati posamezne mehanizme, da bi oblikovali najprimernejšo upravljavsko strukturo? Ali so ti mehanizmi v razmerah konjunktore bolj učinkoviti? Katera kombinacija mehanizmov oblikuje optimalni sistem upravljanja? Ali je optimalnost strukture upravljanja v povezavi z veljavnim finančnim in pravnim sistemom? Zgornja vprašanja imajo še nešteto podvprašanj pri oblikovanju upravljavskega sistema za konkreten poslovni sistem.

3.2.1 Organizacijska struktura

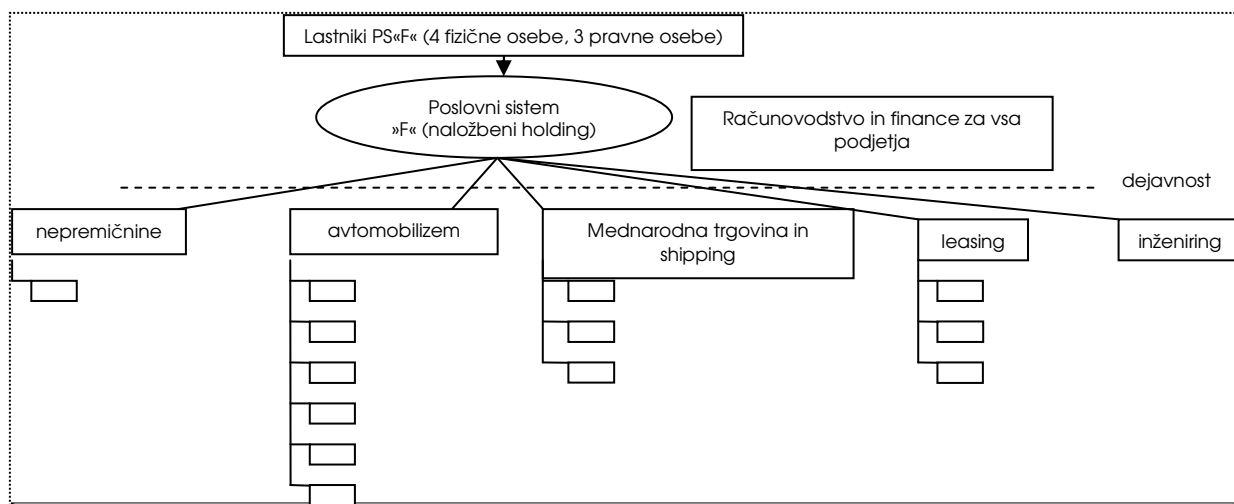
Uspešne gospodarske družbe se nenehno prilagajajo zahtevam trga, ob tem pa se spreminja njihova organizacijska struktura. Slednja se v ožjem pomenu besede kaže v organizaciji dela in poslovnih procesov, v širšem pomenu besede pa v razvoju in spreminjanju medsebojnega razmerja elementov lastništva kapitala družbe, podjetništva in managerskih struktur. Njihova stopnja razvoja in razmerje med njimi v praksi, sta pomembna ne glede na velikost gospodarske družbe.

Znotraj holdinga, v dejavnosti avtomobilizma, trenutno posluje 6 samostojnih podjetij, ki se ukvarjajo s prodajo novih in rabljenih vozil in servisnimi delavnicami. Z vidika lastništva so podjetja med seboj povezana, in sicer prek istega lastnika - holdinga kot krovnega podjetja, ki je v lasti fizičnih oseb. Obdobja poslovanja posameznih podjetij so različna. Začetki posameznih podjetij segajo v čas začetka tranzicije. Čisto ločevanje lastniške in managerske funkcije se formalno še ni zgodilo, je pa večina podjetij vodena s strani lastniško neudeleženih izvršnih direktorjev. Zaradi razmer in ureditve na avtomobilskem trgu in optimalnejšega načina poslovanja in poenotenja določenih funkcij je skupščina holdinga sprejela predlog o ustanovitvi avtomobilskega koncerna, katerega ustanovitelji bodo krovni holding in avtomobilska podjetja, ki vstopajo v koncern. Organizacijski vidik je razdelan z družbeno pogodbo, s čimer pa še ni zagotovljen in

dorečen sistem upravljanja. Skladno z magistrskim delom pripravljamo projekt sistema upravljanja koncerna.

Posplošene formule za oblikovanje optimalnega sistema upravljanja ne gre iskati, zato sem v pomoč, pri zasnovi sistema upravljanja za poslovni sistem »F«, uporabila tudi izčrpen esej avtorjev Kose in Kedia (2002, str. 38), ki podajata tudi matematično osnovo za oblikovanje optimalnega sistema upravljanja. Namen uporabljenega eseja je oblikovanje modela večdelnih mehanizmov sistemov upravljanja, proučiti njihove medsebojne vplive in izluščiti optimalno kombinacijo. Izsledki analize kažejo, da so za optimalno strukturo upravljanja mogoče samo tri kombinacije. Katera izmed prepoznanih struktur je za posamezno gospodarstvo optimalna, je odvisno od stopnje razvoja finančnih institucij, trgov in gospodarstva.

Slika 3.2: Obstoječa organizacijska struktura poslovnega sistema »F«

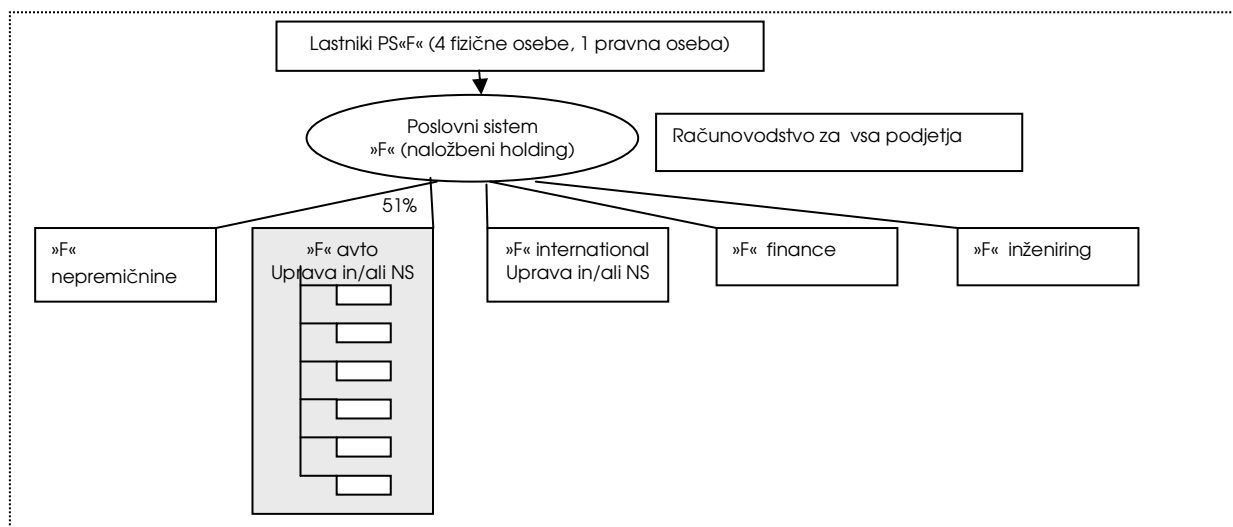


Vir: lastni vir

Poslovni sistem »F« je bil ustanovljen leta 1997 z namenom združevati določena področja za vsa hčerinska podjetja. Danes sta to področji informatike in računovodstva ter financ. Likvidnost se ureja dnevno na ravni celotnega poslovnega sistema, kar pomeni na nek način soodvisnost posameznih podjetij. Kot je razvidno iz slike 3.2, se posamezne dejavnosti opravljajo v več podjetjih. Tako se na primer

na področju avtomobilizma, s prodajo novih in rabljenih vozil, ukvarja 5 samostojnih podjetij, ravno tako pa posluje samostojno podjetje za dobavo nadomestnih delov. Znotraj dejavnosti avtomobilizma torej posluje 6 samostojnih podjetij, ki nima enotnega vodstva oziroma upravljavca. S tendenco prevzemov na tem področju so lastniki sprejeli sklep o ustanovitvi novega avtomobilskega koncerna, ki bo imel skupno upravo in/ali nadzorni svet. Ob tem dejstvu in viziji o organizacijskih spremembah na drugih področjih poslovanja poslovnega sistema je slika organizacijske strukture v prihodnosti naslednja.

Slika 3.3: Vizija organizacijske strukture poslovnega sistema »F«



Vir: lastni vir

Da bi lažje razumeli vizijo organizacijske strukture, je potrebno razumeti, da gre že v obstoječi strukturi za povezane družbe. V sklopu organizacijskih sprememb bo prišlo do ustanovitve koncernov na področju posameznih dejavnosti. V skladu s 530. členom ZGD-1 koncern sestavljajo:

- ena obvladujoča družba in ena ali več odvisnih družb, povezanih pod enotnim vodstvom obvladujoče družbe (dejanski koncern);
- družbe, ki so povezane s pogodbo o obvladovanju (pogodbeni koncern);

- pravno samostojne družbe, povezane z enotnim vodstvom ne da bi bile družbe pri tem medsebojno odvisne (koncern z razmerjem enakopravnosti) in
- v primeru »F« avta gre za pogodbeni koncern z enotnim vodstvom.

V prvi fazi bo prišlo do organizacijske spremembe in vzpostavitve sistema upravljanja na področju avtomobilizma, kjer bo ustanovljen avtomobilski koncern z namenom vključiti obstoječa avtomobilska podjetja poslovnega sistema »F«, hkrati pa s prevzemanjem manjših samostojnih podjetij, ki poslujejo v tej dejavnosti, ker jim bo tako omogočen obstoj. Za maksimiranje premoženja avtomobilskega koncerna bosta odgovorna uprava in nadzorni svet koncerna (Slika 3.3).

3.2.2 Ločitev lastniške in managerske funkcije

V slovenski praksi je v kapitalskih družbah najpogosteje zapostavljen lastniški element. Prvi korak njegovega nadgrajevanja je jasno izražanje lastniških interesov in oblikovanje preglednih kontrolnih mehanizmov, ki lastniku zagotavljajo hitre in kvalitetne informacije, na podlagi katerih lahko sprejema svoje odločitve.

Ob ustanovitvi posameznih samostojnih podjetij so lastniki le-teh predstavljali tudi managerje teh podjetij. Postopno je prišlo zaradi ekonomije obsega in fizične zmožnosti obvladovanja do formalnega ločevanja lastniške in managerske funkcije, prek vzpostavitve sistema izvršnih direktorjev, ki so prevzemali odgovornosti za uspešno poslovanje podjetja.

Z rastjo podjetja se najprej oblikuje managerska struktura, ki vzpostavi bolj ali manj jasno strukturo poslovanja družbe in dela z zaposlenimi, vendar se te strukture razvijajo na račun podjetništva in posledično zmanjšujejo njegov pomen. Zato so se lastniki poslovnega sistema »F« do danes srečali s prenekaterim agencijskim problemom. Ti so vedno posledica premajhne profesionalnosti managementa, pomanjkanja časa in ljudi, ki bi vršili ustrezen nadzor (do sedaj ga nekateri izmed lastnikov), lahko bi rekli tudi premajhno delovanje trga managementa, ki bi na nek način prisilil v konkretnem primeru izvršne direktorje, da se ne bi posvečali osebnim koristim.

Ob proučitvi trga je jasno, da veliko manjših in srednjih gospodarskih družb obstane na določeni stopnji, čeprav na trgu ni omejitev za njihovo nadaljnjo rast. Podjetnik, lastnik in manager v eni osebi nima več zadostnih managerskih sposobnosti, kar je mogoče nadomestiti z najemom kompetentnega in lojalnega managementa. Dosežena stopnja rasti je rezultat časovne in finančne angažiranosti. Z ločevanjem funkcij in jasnim zavedanjem agentskih razmerij so lastniki možne anomalije želeli urediti z nagrajevanjem managementa v obliki lastniških deležev, kar je eden izmed mehanizmov oblikovanja optimalne strukture upravljanja.

3.2.3 Sistem upravljanja v »F« avtu

V »F« avtu, avtomobilskem koncernu, ne bo prišlo do 100-% ločitve lastništva in upravljanja, temveč do zmanjšanja lastništva v upravljanju oziroma do zamenjave s tistimi, ki so z managerskimi opcijami prišli do manjšega dela lastništva v holdingu in s tem posledično tudi v koncernu.

Pri prevzemanju podjetij, ki do zdaj ne poslujejo znotraj poslovnega sistema, bo lastnikom teh podjetij ponujeno solastništvo v »F« avtu, ki bo omogočalo nadaljnje poslovanje na trgu, kjer vlada vse večja konkurenca. Ta pa vodi k nastanku večjih povezanih družb in zapiranju majhnih podjetij.

Potrebno se je zavedati, da kljub različnim delitvam sistemov upravljanja ni sistema, ki bi bil optimalen za vsa podjetja. Optimalnost lastniške strukture, nadzornega sveta ali nagrajevanja uprav se določa v posameznem podjetju na podlagi tehtanja med mejnimi stroški in koristmi posameznega mehanizma ter v soodvisnosti od pravnega in institucionalnega okolja, v katerem to podjetje deluje.

Osnovni cilj urejanja skupin gospodarskih družb je zagotavljanje njihovega uspešnega poslovanja. Družbe brez ustreznega okolja niso sposobne dosegati načrtovanih poslovnih rezultatov. Pomembno je predvsem okolje v skupini, na katerega ima dominanten vpliv obvladujoča družba kot prevladujoči delničar ali družbenik odvisnih družb v skupini. Ob tem ne gre pozabiti na »objektivno« zunanje

okolje oziroma gospodarski prostor, na katerega družba največkrat nima neposrednega vpliva. Motiv povezovanja skupine naj bi bil v večji racionalnosti njihovega poslovanja ter njihovi večji poslovni uspešnosti. Slednje velja seveda za skupino kot celoto, saj se uspešnost skupine po navadi kaže prek poslovnih izidov obvladujoče družbe, ne toliko preko uspešnosti odvisnih družb (Peklar, Bajuk, 2005, str. 1-2).

Da bomo lahko težili k ustvarjanju učinkovitega sistema upravljanja, se moramo usmeriti na doseganje naslednjih ciljev:

- zagotavljanje stalnega vpliva obvladujoče na odvisne družbe v skupini;
- oblikovanje vzvodov upravljanja odvisnih družb upošteva njihove raznolikosti po kapitalski udeležbi, dejavnosti, korporacijski kulturi, velikosti, številu zaposlenih, namenu naložbe, kadrovskemu potencialu itd.;
- usklajevanje dela in aktivnosti, motivacija in nadzor nad delom širokega kroga nosilcev ključnih funkcij upravljanja obvladujoče in odvisnih družb v skupini ter
- zagotavljanje razumevanja in upoštevanja interesov skupine.

Zavedati se moramo, da večja skupina zmanjšuje možnost neposrednega vpliva uprav obvladujočih družb.

V »F« avtu bo za povečanje vrednosti koncerna odgovorna uprava, posamezna podjetja pa bodo operativno vodili vodje poslovnih enot. Z nadzornim svetom bo lastnikom poslovnega sistema »F«, ki so do zdaj izvajali nadzor, omogočeno delovanje na razvoju ostalih dejavnosti do nivoja, ko bo smiselno in potrebno uvesti sistem upravljanja na posameznih segmentih.

3.2.3.1 Struktura upravljanja

Ob nastajanju strukture upravljanja smo delovali v skladu s predpostavkami v okviru mehanizmov, ki so na voljo, in sicer:

- povezovanje managerjevih interesov s tistimi, ki jih imajo družbeniki v poslovnem sistemu »F«;
- nadzorovani dolg (gre za mehanizem, ki je namenjen managerjevi preudarnosti);
- prevzemi (intervencijski mehanizem, ki »sili« managerja v izvedbo projekta, ki je dober za družbo).

Pri zgoraj navedenih mehanizmih gre za interakcijsko delovanje mehanizmov, npr. povečanje udeležbe managerjev v lastništvu poveča povezanost managementa s tistimi deležniki, ki so lastniško udeleženi, hkrati pa zmanjšuje učinkovitost prevzemov v discipliniranju managementa.

Kljub več in medsebojno vplivnim mehanizmom lahko iz različnih kombinacij izluščimo tri sestavljanke optimalne strukture upravljanja, ne glede na specifične značilnosti posameznega gospodarstva.

Te so:

- koncentrirano lastništvo managerjev, brez priložnosti za prevzeme ali nadzorovani dolg (t. i. premočrtna struktura upravljanja (angl. *Alignment-based AB*));
- nadzorovani dolg, ki ga spremlja koncentrirano lastništvo preko managerjev, ni prostora za prevzeme (t. i. pred-zavezujoča struktura upravljanja (angl. *Pre-Commitment based PB*)) in
- prevzemi v spremstvu razpršenega lastništva brez nadzorovanega dolga (t. i. intervencijska struktura upravljanja (angl. *Innterventional based IB*) (Kose, Kedia, 2002, str.38)).

AB ima značilnosti, ki jim preprosteje rečemo družinsko zasnovani sistemi, PB večino značilnosti deli z bančno zasnovanim sistemom, IB pa se odziva na tržno zasnovan sistem z razpršenim lastništvom in izrazito vlogo prevzemov.

Ob navedenih mehanizmi smo se odločili za vpetost managementa v kombinaciji z bančnim nadzorom oziroma nadzorovanim dolgom. Bančni nadzor je tisti, ki se pojavlja skozi poslovanje vseh podjetij v poslovnem sistemu »F« in je dnevno prisoten glede na potrebe posameznega podjetja v sistemu. Ker gre za lastniško povezano strukturo, je prepletenost z bančnim sistemom gotovo obvezna. Poleg tega pa se v Sloveniji trg managementa pojavlja kot sestavni del vseh trgov in zato bančni nadzor predstavlja »nevidno« prisilo managementu k izbiri tistih projektov, ki bodo dajali prednost družbi in ne osebnim koristim. V državah stare Evrope se *rating* agencije in banke že osredinjajo na kriterije, kot so: finančna transparentnost, sestava nadzornega sveta, lastniška struktura, politika pravic delničarjev oziroma družbenikov, politika in praksa v primeru konflikta interesov, ustreznost revizorjev in družbena odgovornost podjetij (Šulenta, 2005, str. 36-37).

Glede na lastniško strukturo poslovnega sistema lahko govorimo o »insiderskem« sistemu, saj bo lastništvo koncentrirano, ker bo v koncernu 51 % lastništva predstavljal delež poslovnega sistema «F». Ocenjujemo, da bomo z načrtovano lastniško strukturo in vpetostjo mehanizma bančnega dolga minimizirali agencijske stroške.

S statutom določena pravna oblika je družba z omejeno odgovornostjo, kjer nadzorni svet ni obvezen organ upravljanja. Na podlagi koncentrirane lastniške strukture bodo po terminologiji ZGD-1 v koncernu zastopani trije organi, in sicer skupščina, nadzorni svet in uprava kot poslovodni organ.

Po zakonu o gospodarskih družbah nadzorni sveti v družbi z omejeno odgovornostjo ni obvezno oblikovan organ tako kot na primer v delniških družbah. Njegova ustanovitev je odvisna od volje družbenikov in ureditve v družbeni pogodbi. Če se ti odločijo za tako vrsto nadzora, kar je pri nas zelo redek pojav, mora biti to tako zapisano v statutu družbe. Pravila za delovanje v nadzornem svetu d. o. o. naj bi določala družbena pogodba. Če pa jih ta posebej ne določa, naj bi veljala pravila za nadzorni svet v delniških družbah, kot jih določa zakon o gospodarskih družbah. Pri odgovornosti je treba strogo ločiti delo nadzornega sveta in delo uprave. Če

podjetje posluje slabo in nadzorni svet to ugotovi, je treba kaznovati upravo in ne nadzornega sveta (Vidmar, 2004, str. 47).

V skladu s statutom bo vzpostavljen dvotirni sistem upravljanja, ki bo:

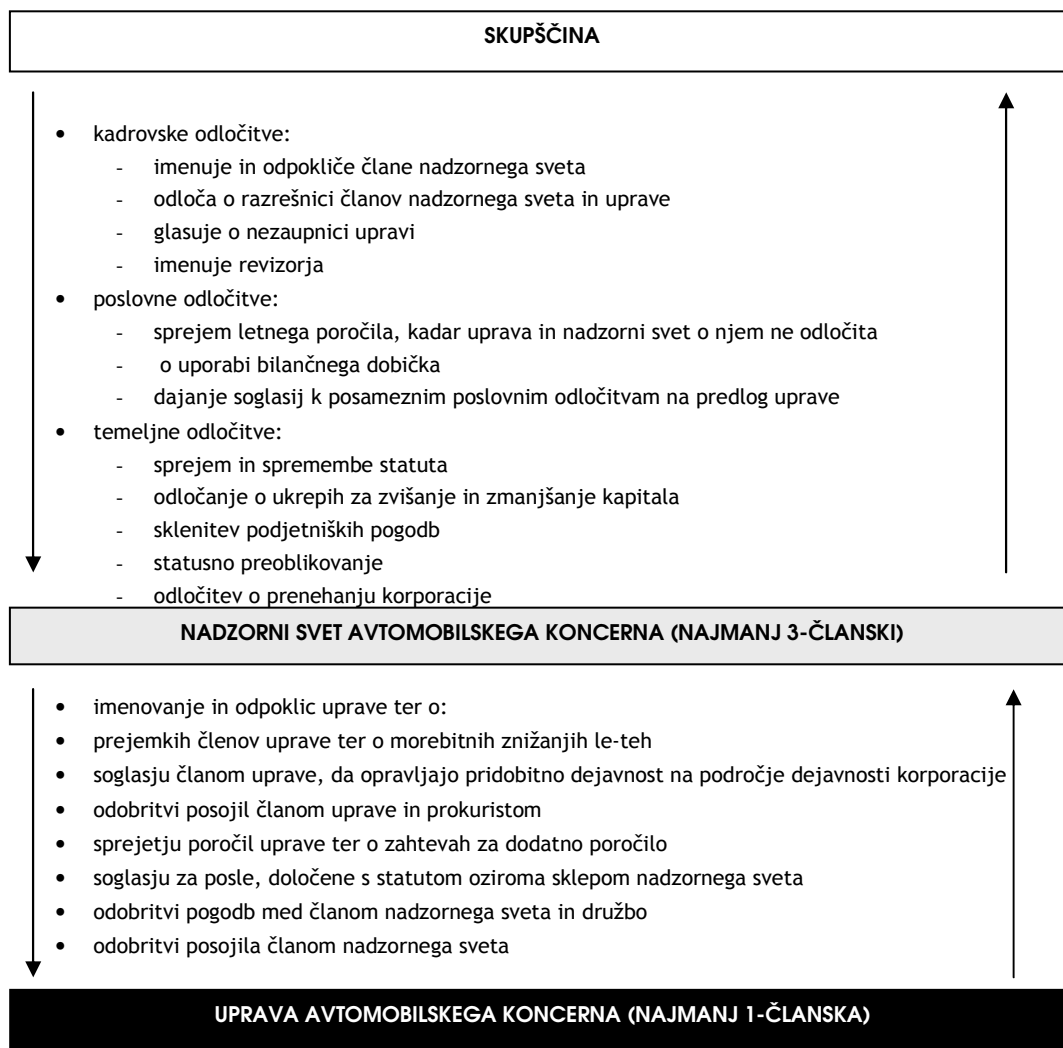
- jasno določil in opredelil pristojnosti in obveznosti uprave in s tem tudi pristojnosti in obveznosti nadzornega sveta;
- omogočil hitrejše sprejemanje odločitev;
- omogočil »netradicionalnim« kandidatom, da se povzpnejo na mesto direktorja (gre za že uveljavljeno prakso do zdaj uveljavljenih izvršnih direktorjev) ter
- poudaril dobro podobo koncerna in s tem omogočil lažje pridobivanje tujega kapitala in tudi vstop novih družbenikov v koncern.

Uprava kot poslovodni organ bo kolektivni organ s predsednikom uprave in dvema članoma. Uprava bo v skladu s 256. členom ZGD dolžna poročati nadzornemu svetu o:

- načrtovani poslovni politiki in drugih načelnih vprašanjih poslovanja;
- donosnosti družbe (še posebej o donosnosti lastnega kapitala);
- poteku poslov (še posebej o prometu in finančnem stanju družbe) in
- poslih, ki lahko pomembno vplivajo donosnost ali plačilno sposobnost družbe.

V skladu z zgoraj navedenim bo uprava dolžna pripravljati poročila, ki pokrivajo področje poslovne politike, donosnosti, promet, finančno stanje in plačilno sposobnost.

Slika 3.4: Pristojnosti posameznih organov koncerna v skladu z ZGD-1:



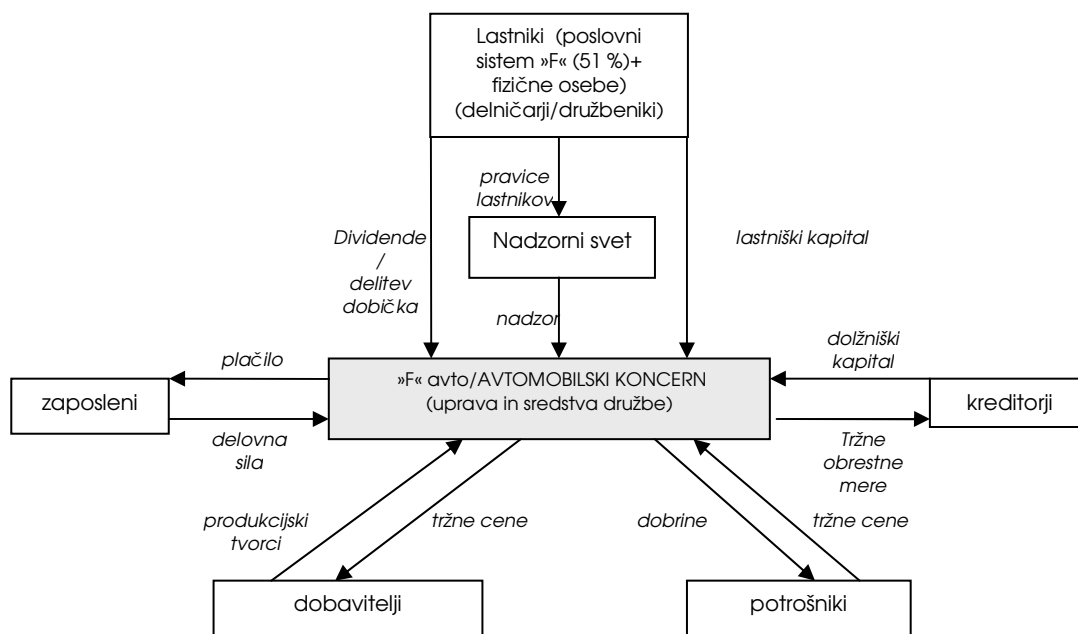
Vir: lasten vir in ZGD-1.

Prednost koncentracije lastništva je izvajanje nadzora. Jasno je, da gre za upravljanje obvladujoče in obvladovanih družb, kar je predstavljeno v teoretičnem delu naloge. Takšen način organizacije in upravljanja bo posledično omogočil ustrezno upravljanje na višji ravni holdinga ob reorganizaciji preostalih dejavnosti

vej holdinga, in sicer na podoben način, kot bo to definirano v avtomobilskem koncernu.

Formalna struktura upravljanja je primarno razdeljena med tri skupine udeležencev: lastnike (družbenike), upravo in nadzorni svet (t. i. primarna struktura upravljanja). V sekundarno strukturo štejemo zunanje skupine udeležencev in institucij (interesni udeleženci, angl. *stakeholders*), ki sodelujejo pri upravljanju družb. Med slednje prištevamo kreditorje in nekatere trge (npr. finančni trg (kapitalski in denarni), trg managerske delovne sile, trg produktov in nadzorne inštitucije), ki imajo stik z družbami. Primarna in sekundarna struktura udeležencev vodenja in upravljanja družb je pregledno predstavljena na sliki 3.5.

Slika 3.5: Struktura primarnih in sekundarnih udeležencev »F AVTO«



Vir: Blair, 1995

Razlogi za uvedbo dvotirnega sistema upravljanja izhajajo iz izkušenj in ciljev so:

- povečati učinkovitost družb v koncernu in s tem posledično učinkovitost koncerna;

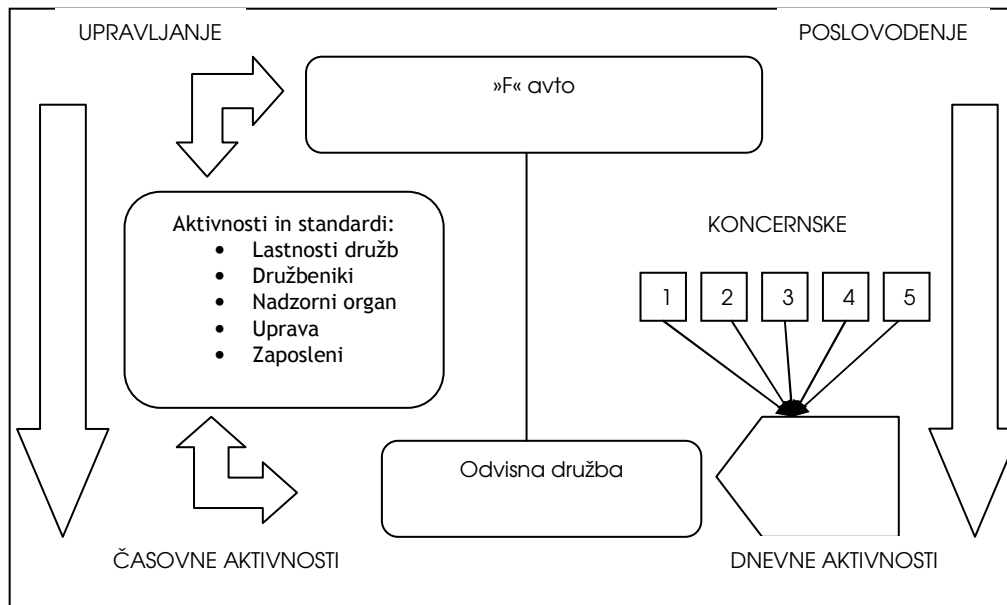
- zmanjšati asimetrijo informacij (neučinkovitost v zvezi z informacijami, ki jih ima manager-agent);
- razpršenost specifičnega znanja med različnimi osebami povezati s skupnimi organi upravljanja in nadzora;
- obdržati ekonomijo obsega z nižjimi stroški zaradi objektivnejšega odločanja in novih smernic razvoja ter
- nastanek previsokih agencijskih stroškov zaradi premajhnega nadzora.

Poleg vzpostavitve sistema upravljanja, bo v poslovnem sistemu »F« nastal tudi kodeks, ki bo rezultat kritične analize obstoječih kodeksov in priporočil, da bi ga kar se da prilagodili poslovanju koncerna in celotnega poslovnega sistema.

3.2.3.2 Postopek

Upravljanje skupin povezanih družb je vsota standardov upravljanja in implementacije standardov. Kot smo že zapisali, je upravljanje skupine družb zaradi raznolikosti posameznih segmentov družbe veliko težje, kot obvladovanje ene same družbe. Zato je potrebno, da obvladujoča družba uvede standarde upravljanja, ki bodo predstavljali zapis usmerjenega in racionalnega spodbujanja omenjenega odnosa obvladujoče družbe do družb v skupini. Na kratko lahko upravljanje in poslovanje v skupini povezanih družb ponazorimo z načinom, ki je prikazan na sliki 3.6. Iz slike 3.6 so razvidne povezave, ki bodo vzpostavljene ob operativni uvedbi sistema upravljanja. Med koncernske funkcije, ki bodo v celoti skupne za »F« avto, prištevamo: finančni kontroling, kadrovanje, marketing, notranje kontrole, računovodstvo, informatika. Poleg tega bo potrebno prilagoditi statusno-pravne in notranje-pravne akte družb v skupini. S tem bomo omogočili pregledno sliko upravljaljskih odnosov, kar je prvi pogoj za racionalen in časovno učinkovit način izvajanja upravljaljskih funkcij.

Slika 3.6: Upravljanje in poslovanje v skupini povezanih družb



Vir: Pirc, 2006, str. 1

Pri tovrstni ureditvi ne bo šlo za ponovno začetno vzpostavitev poslovanja, temveč za združevanje in implementacijo dosedanje prakse in izkušenj v bolj strukturirani obliki, ki naj bi zagotavljala boljše rezultate. Smiselnost koncernskih funkcij je tudi v tem, da poenotimo funkcije, ki so neodvisen od posameznih standardov avtomobilskih znamk. Le-ti namreč največkrat nimajo stičnih točk. Izhodišča za nadgradnjo so:

- že uvedeni standardi kakovosti, ki predstavljajo temelj organizirane dokumentacije in zapisov;
- poenoteni akti o sistematizaciji in
- sprejeti osnutki nagrajevanja po posameznih organizacijskih enotah.

Nosilni tim oziroma uprava koncerna bo oblikovana iz obstoječega vodilnega kadra do zdaj samostojnih podjetij. V začetni fazi, ko so v koncern vključena samo

podjetja, ki so bila do zdaj v lastništvu poslovnega sistema »F«, naj bi bila vpeljava enotnosti na vseh mogočih področjih kot v poznejši fazi, ko se bodo vključevala tudi podjetja, ki so bila od ustanovitve do vstopa v koncern samostojna. Z veliko verjetnostjo podjetnika, lastnika in managerja v eni vlogi.

Združevanje podjetij ene izmed dejavnosti v koncern je prvi korak k spremembi organizacije oziroma dodajanju ene ravni organizacije v smislu krovnih podjetij - koncernov. Prve spremembe bodo izhodišča za preostale izboljšave in racionalno obnašanje v uvajanju ostalih.

3.2.3.3 Pričakovanja lastnikov

Vsebinska ločitev lastniškega elementa (sistem upravljanja) in elementa managementa (sistem poslovanja) ter njuna jasna opredelitev skupinam družb omogoča dvoje. Na eni strani pripelje do oblikovanja jasnih lastniških pričakovanj obvladujoče družbe do odvisnih družb, na drugi strani pa se skupinah oblikujejo jasne usmeritve in standardi vodenja poslov v okviru posameznega dela skupine. Posledično sistem upravljanja (predvsem preko delovanja skupščin in nadzornih svetov) izvaja funkcijo kontrolnega mehanizma managerskih struktur, s pomočjo katerih lastnih kapitala pridobiva »izvirne« informacije (Bajuk, 2006, str. 2).

Ne glede na to, ali gre za manjše rastoče podjetje ali za skupino povezanih družb, sta z vidika elementa lastništva ključni dve stvari. Prva je jasna definicija interesov in ciljev lastnika. Druga je oblikovanje jasnega in preglednega sistema kontrolnih mehanizmov. Ti lastniku zagotavljajo hiter dotok kakovostnih informacij, na podlagi katerih lahko sprejema odločitve. Kontrolni mehanizmi, namenjeni lastniku kapitala, se razlikujejo od managerskih kontrolnih mehanizmov in jih je treba vzpostaviti vzporedno z njimi. Njihov glavni namen je spremljanje kvalitete delovanja managementa kapitalskih družb. Kakovosten kontrolni mehanizem lastniku zmanjšuje stopnjo tveganja povezanega z morebitnimi zlorabami in negospodarnega ravnanja z njegovim kapitalom.

Podjetniški potencial lastnikov poslovnega sistema »F« se bo z dokončno ločitvijo navedenih funkcij lahko sprostil in bo unovčen v obliki novih poslovnih idej, nadgradnje obstoječega podjetja, ustanovitvijo novega podjetja, razvojem manj razvitih dejavnosti v sistemu. Ob tem bo prišlo do večje samostojnosti managementa in racionalizacije določenih funkcij zaradi poenotenja poslovanja po podjetjih.

Veliko napora bo treba vložiti ob pripojitvi ali prevzemu novega podjetja, saj bodo zaposleni v tem podjetju imeli »ustaljene« svoje usmeritve in način poslovanja, ki gotovo ne bo identičen s poslovanjem podjetij v »F« avtu. Potrebno bo oblikovati vzvode upravljanja odvisnih družb, upošteva je njihove raznolikosti, tako po kapitalski udeležbi, kot tudi po njihovih dejavnostih korporacijski kulturi, velikosti, številu zaposlenih, namenu naložbe in kadrovskemu potencialu. Najpomembnejši cilj v tem segmentu je zagotavljanje razumevanja in upoštevanja interesov skupine kot celote, ki so pred interesi posamezne družbe ali dela skupine. Motiv povezovanja družb je v večji racionalnosti povezovanja in večji poslovni uspešnosti, kar velja le za skupino kot celoto, saj se uspešnost skupine kaže prek poslovnih rezultatov obvladujoče družbe. Jasno je, da bo s koncernom avtonomija odvisnih družb omejena in da bodo kvalitetna navodila v okviru koncernskih funkcij (s strani obvladujoče družbe) postala ključna.

Pričakujemo, da se bo dvotirni sistem izkazal kot primeren, čeprav se ob konkretizaciji postavitve ljudi na posamezne funkcije pojavijo dvomi. Za uvedbo enotirnega sistema upravljanja je pravnoformalno potrebno dokaj malo sprememb. Uredi se prenehanje razmerja s člani uprave, imenuje se člane upravnega odbora, spremeni se statut družbe, napiše poslovnik upravnega odbora, imenuje se izvršne direktorje in revizijo ter podpiše nove pogodbe. Vprašanje pa je, ali smo v poslovnem sistemu »F« in tudi širše v Sloveniji sposobni in pripravljeni spremeniti sistem upravljanja. Vsaj dokler ne bomo imeli konkretnega primera v praksi, kot je to značilno za tujino.

SKLEP

S sistemi upravljanja se bomo v Sloveniji v prihodnosti vse bolj srečevali tudi na ravni srednje velikih in majhnih podjetij. Zaradi vpliva globalizacije je pričakovati, da bo z usmerjenostjo na krajevni slovenski trg izredno težko preživeti v takšnem obsegu in brez »zaščite« večjega. Po spremembi lastniške strukture se bo vse bolj to odražalo tudi v podjetjih z delnim državnim lastništvom. Spremembe v poslovnem sistemu »F« so dobra in koristna posledica spoznanja o nujnosti ločevanja lastniške in managerske funkcije ter vzpostavitvi učinkovitih razmerij. Morda bomo čez čas ugotovili, da bo enotirni sistem učinkovitejši, vsekakor pa bomo takrat bolj pripravljeni narediti naslednji korak, kot smo ga bili danes. 13 let poslovanja v točno določeni in znani zasedbi lastnikov - managerjev v določenih segmentih izgubi ostrino objektivnosti in obseg preseže zmoglosti nadzora. Cilj naloge je presežen v tem smislu, da izgledi ob začetku zapisovanja niso kazali na dejansko implementacijo. Ustrezno predstavitev smo začeli z uvajanjem sprememb, ki nas vodijo do novih ugotovitev in izboljšav. Vse z namenom po doseganju bistvenega cilja: obstoju in razvoju gospodarske družbe.

Če pogledamo širše od poslovnega sistema »F«, lahko dnevno ugotavljamo, da je zdravo korporativno upravljanje postalo ključnega pomena za krepitev in stabilnost mednarodnega finančnega trga in zaščito investorjev. Sistem upravljanja pripomore k vzpostavljanju razmerja med upravo, izvršnim managementom ter ljudmi in institucijami, ki vlagajo svoje prihranke in kapital zaradi pričakovanega dobička. Po načelih OECD daje sistem upravljanja velik poudarek zaščiti delničarja oziroma družbenika, kar vključuje pravico do varnih načinov registracije delnic in njihovega prenosa, pravočasnih in relevantnih informacij o poslovnem stanju podjetja, načrtovanju pomembnih transakcij in statusnih sprememb, enakopravnega glasovanja v določenem razredu delnic, zaščite ob prevzemih in podobno.

Preglednost in razkritje v letnih poročilih sta ključna pojma, ki sta v neposredni zvezi z dobrimi sistemi upravljanja. Temu se pridružujeta še odgovornost in

lojalnost uprav podjetjem in delničarjem oziroma družbenikom. Številne privatizacije, prevzemi in združitve, ugotavljanje ratinga podjetij, rastoča vloga institucionalnih lastnikov, zlasti pokojninskih skladov, so v pogojih globalizacije vlečni konji razvijajočega se dobrega sistema upravljanja. Tako tudi razkritja in preglednost kot bistveni sestavini upravljanja podjetij omogočata javnosti razumevanje poslovanja podjetja tudi v luči okolijskih in etičnih standardov ter vpliva podjetja na družbeni razvoj njegovega okolja.

Aplikacija sistemov upravljanja na majhna in srednje velika podjetja je mogoča in smiselna, tako kot je to prikazano v praktičnem delu magistrske naloge. Potreba po tovrstni organiziranosti v prvi vrsti izhaja iz obsega posla in prepletenosti skoraj enakih aktivnosti v več samostojnih podjetjih. Zagotovila, da bo sistem upravljanja, ki smo ga pripravili za segment poslovnega sistema »F« učinkovit, ni. Projekt je zastavljen skladno z družbeno pogodbo krovnega koncerna in z interesi lastnikov ter možnostmi, ki jih sprejema ekonomsko okolje v katerem poslovni sistem deluje. Pri ekonomiji obsega in zastavljenih ciljih je potrebno organizacijo vzpostaviti na predviden način, sicer bodo agencijski stroški in neobvladovanje konkurence merilo za neuspeh.

Vzpostavitev sistema upravljanja v Sloveniji, pri majhnih in srednje velikih podjetjih, ne bo ključnega pomena, predvsem pa je pomen manjši, kadar govorimo o družbah družinskega značaja. V takšnih razmerah je pretežni del poslovnih organov sestavljenih iz družinskih članov, zato je težko pričakovati bistvene spremembe v poslovanju podjetja, če v osnovi ne pride do ločitve osnovnih funkcij. Priporočljivo je, da so poslovodni organi v sistemih upravljanja vsaj v določenem številu (glede na velikost) profesionalizirani in neodvisni. Neodvisnost in objektivnost posameznikov, kot npr. članov nadzornega sveta, pa je v Sloveniji zaradi majhnosti gospodarstva težko zagotoviti. Zaradi navedenega vzroka je stroga profesionalizacija v manjših poslovnih sistemih lahko tudi slabost. Učinkovitost optimalne strukture upravljanja bo v veliki meri dosežek človeških virov, kar predstavlja dobršen del konkurenčnih prednosti poslovnega sistema »F«.

Možnosti za naprej so vezane na sistem upravljanja družb, ki ne kotirajo na borzi in morda pravno niti niso formirane kot delniške družbe. Družbena odgovornost mora postati sestavni del poslovanja uspešne družbe, s čimer bomo lahko postavili merilo odličnosti in dobrih naložbenih odločitev potencialnih investorjev. V zadnjih letih je postalo področje sistemov upravljanja prepoznavno in prehaja v zavest učinkovitih. Majhnost nekega gospodarstva ni nujno slabost, če bomo znali na ustrezen način izkoristiti in prikazati znanje in izkušnje. Pri tem pa bi bilo za razvoj gospodarstva gotovo dobro, če bi bili vplivi politične sfere na vsa področja bolj nevtralni ali pa vsaj naravnani v isto smer, kot so ambicije gospodarstvenikov.

LITERATURA

1. Albanese R., Dacin T., Harris I.C: Agents as Stewards. *Academy of Management Review*, Vol.22, No. 3, str.609-611.
2. Aste J.Lauren: Reforming French Corporate Governance: A Return to the Two Tier Board? *The George Washington Journal of International Law and Economics*, Washington, 32 (1999), 1, str. 1-72.
3. Ažman, Rozi: Upravljanje podjetij: teoretična in empirična analiza. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000, str. 63.
4. Ažman,R., Dimovski, Vlado: Kakšen je model upravljanja podjetij v SLO. *Naše gospodarstvo*. Letnik 47, št.1-2. 2001, str. 69-91.
5. Bagely Constance: Rethoric Independence are Not Enough: Empowering Managers and Directors to do what `s right. HBS Working Paper, 2002.
6. Bajuk, Jože: Praksa in trendi upravljanja povezanih družb. *Svetilnik*, Ljubljana, marec-maj 2004, str. 22-23.
7. Bajuk, Jože: Vpliv okolja na upravljanje družb. *Svetilnik*, Ljubljana, junij-avgust 2004a, str. 13-15.
8. Bertoneclj, Matjaž: Utopljanje v zavoženem menedžerskem kapitalizmu. *Finance*, Ljubljana, 223 (2002), str.3.
9. Blair, M.M.: Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century. The Brookings Institution, Washington DC 1995.

10. Bohinc Rado: Korporacijsko upravljanje: ZDA, Evropa, Slovenija. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede, 2001, str. 361.
11. Bratina, Borut: 2004: Evropska delniška družba. Manager +, Ljubljana (2003), posebna številka, str. 33-35.
12. Bratina, Borut: Formalni vidiki odgovornosti, neodvisnosti nadzornikov in kako jo interpretiramo. Zbornik posveta »Vladanje podjetjem - korporste governance«, Portorož: Socius, 2002 str. 4.
13. Bratina, Borut: Kodeks upravljanja javnih delniških družb. 2004, str. 21-35.
14. Bratina, Borut: S kodeksi upravljanja bomo bolj evropski. Finance, Ljubljana, 28.04.2003.
15. Brooks, Jeremyn: Converging Cultures - Trends in European Corporate Cultures. PWC, 1997, str. 36.
16. Burazer, Renato: Upravljanje s tveganji in povezava z vladanjem gospodarskim družbam. Svetilnik, Ljubljana, junij-avgust 2003, str. 14-15.
17. Coglianesi, Cary, Healey, Thomas J., Keating Elizabeth K., Michael Michael J.: The Role of Government in Corporate Governance. John F.Kennedy School of Government: 2004, str. 1-20.
18. Davis, H. J., Schoorman, F. D., Donaldson L.: Toward a Stewardship Theory of Management. Academy of Management Review, Vol.22, No.1, 1997, str. 20-47.
19. DeJong Abe, DeJong Douglas V, Mertens Gerard, Wasley Charles: The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence from the Netherlands. 2002, str. 1-31.
20. Drobetz Wolfgang: Corporate Governance - Legal Fiction or Economic Reality?. Basel: University of Basel WWZ/Department of Finance, 2003, str. 29.
21. Garrod Neil: Environmental Contingencies and Sustainable Modes of Corporate Governance. University of Glasgow, 1996, str. 26.
22. Gompers Paul A., Ishii Joy L., Metrick Andrew: Corporate Governance and Equity Prices. University of Pennsylvania: 2001, str. 31-36.
23. Gompers Paul A., Ishii Joy L., Metrick Andrew: Corporate Governance and Equity Prices. Wharton: University of Pennsylvania, 2001, str. 68.

24. Gregorič Aleksandra: Analiza dvotirnih sistemov vladanja. Kodeksi ali načela vladanja podjetjem. Zbornik posveta »Vladanje podjetjem - corporate governance«, Portorož: Socius, 2002, str. 20.
25. Gregorič Aleksandra: Prevezli smo slabosti obeh sistemov. Manager +, Ljubljana (2003), posebna številka, str. 57-62.
26. Ivanjko Šime: Kodeks podjetniške kulture. 2004, str.37-50.
27. Javornik Samo: Vse o Evi in še več. Svetovalec - Gospodarski vestnik, Ljubljana, 44 (2004), str. 50.
28. Jerič Marko: Ločitev funkcij upravljanja in poslovanja - gre res za dve stvari? www.socius.si/si/knjiznica
29. Jones Randall S., Tsuru Kotaro: Japan Corporate Governance: A system in Evolution. Paris: OECD Publications, 1997, str. 40-41.
30. Kaufman Jennifer Lara, Hope Leibsohn Julianne: Maintaining equilibrium: The power Ecosystem. Business Review, 2003, str. 25-27.
31. Kelbl Janko: Pasti in dileme pri tranziciji družinskih podjetij. Specialistično delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, (2002), str. 87.
32. Khemani Shyam R., Leechor Chad: Competition Boosts Corporate Governance. World Bank (2000), str. 6.
33. Kocbek Marijan: Predvidene novosti ZGD glede upravljanja družb evropske delniške družbe. Pravna fakulteta, Maribor, 2004, str. 47-57.
34. Koletnik Franc: Proučevanje (analiziranje) računovodskih izkazov. Ekonomsko-poslovna fakulteta. 2006, str.22.
35. Kose John, Simi Kedia: Design of Corporate Governance: Role of Ownership structure, Takeovers and Bank Debt. Harvard University, April 2002, str. 38.
36. Kostrevec Denis: Cilji:motiviranost, lojalnost, odgovornost. Manager +, Ljubljana (2003), posebna številka, str. 63-65.
37. Kostrevec Denis: Uvedba enotirnega sistema vodenja in nadzora v praksi. www.socius.si/knjiznica/2005
38. Kralj Damjan: Korporacijsko upravljanje delniških družb v različnih pravnih sistemih. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003, str. 82.
39. Kralj Janko: Upravljanje kot obvladovanje organizacije. Zbornik referatov, 4.znanstveno posvetovanje o organizaciji: Upravljanje, Brdo pri Kranju: Ekonomska fakulteta, 2003 a, str. 7-10.

40. Kupljen Lidija: Možnost vplivanja vodstva družb in delničarjev na vrednost delnice. *Finance*, Ljubljana, 52 (2002), str. 26.
41. La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Robert, Vishny Robert W.: *Agency Problems and Dividend Policies Around the World*. Harvard University, 1999, str. 35.
42. Lahovnik Matej: Ponuja EVA kislo jabolko? *Svetovalec - Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 41 (2003), str. 46.
43. Lazonick William, O'Sullivan Mary: *Corporate Governance and the Innovative Company: Policy Implications*. STEP Group, Marec 1998, str.15.
44. Ložar Boštjan: Stroški nadzora bodo naraščali. *Manager +*, Ljubljana (2003), posebna številka, str. 49-51.
45. Mayer Collin: *Corporate Governance. Competition and Performance*. Economics Department of the OECD, 1996, str. 34.
46. Mihelčič Miran: Zaupanje med organi upravljanja (delniške) družbe kot dejavnik uspešnosti poslovanja podjetja. Zbornik referatov, 4.znanstveno posvetovanje o organizaciji: Upravljanje, Brdo pri Kranju: Ekonomska fakulteta, 2003 a, str. 11-17.
47. Monks Robert AG, Minow Nell: *Corporate Governance 2nd.Ed.*, Blackwell Publishers Ltd Oxford, (2001), str. 460.
48. Možina Stane: Konflikti interesov pri upravljanju družbe. Zbornik referatov, 4.znanstveno posvetovanje o organizaciji: Upravljanje, Brdo pri Kranju: Ekonomska fakulteta, 2003 a, str. 17-23.
49. Müller, Kaspar: *Corporate Governance and Globalisation: The Role and Responsibilities of Investors*. Ellipson AG, 2002, str. 1-14.
50. Pagano Marco, Volpin Paolo: *The Political Economy of Corporate Governance*. Oktober 2000, p. 20.
51. Peklar Leonardo F., Bajuk Jože: Učinkovito upravljanje skupin podjetij, www.socius.si/knjiznica/2005
52. Peklar Leonardo F.: Temelji korporativnega vodenja in upravljanja. *Manager +*, Ljubljana (2003), posebna številka, str. 16-23.
53. Pirc, Igor: Oblikovanje in povzemanje standardov upravljanja, www.socius.si/knjižnica/2006.

54. Podbevšek Gorazd, Peklar Leonardo F.: Stanje vladanja podjetjem v Sloveniji in po svetu. [URL: <http://www.socius.si/svetilni/arhiv/2002-05-04/o1.html>], 20.04.2003.
55. Prijović Irena: Kako dobri so slovenski nadzorni sveti? Finance, Ljubljana, 17 (2004), str.16.
56. Prljović Irena: Kakšni so evropski nadzorni sveti? [URL: <http://www.socius.si/svetilni/arhiv/2002-06-08/o1.html>], 20.04.2003.
57. Ragelj Barbara: Odgovornost članov uprave in nadzornega sveta. Manager +, Ljubljana (2003), posebna številka, str. 44-48.
58. Roe Mark J.: Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact. Harvard Law School, Discussion Paper 12/2003, str. 2-10.
59. Rus Andrej: Dokazovanje tega, nadarjenosti in ambicij. Manager +, Ljubljana (2003), posebna številka, str. 8-15.
60. Samec Nataša: Sarbanes-Oxley Act - nova pravila Corporate Governance v ZDA. Pravna praksa, Ljubljana, 37 (2003), str.14.
61. Schilling Florian: Soupravljanje zaposlenih. URL: <http://www.socius.si/svetilni/arhiv/2005-06-08/o1.html>] 12.07.2005.
62. Shah Anish, Sunder Shyam: Directors' Incentives and Corporate Performance. Carnegie Mellon University, 1999, str. 42.
63. Shelmerdine Juliet, Walter Michael: A Review of Corporate Governance in UK. International Financial Law Review, London, 2001, str. 141-148.
64. Shleifer Andrei, Vishny W.Robert: A Survey of Corporate Governance (Working Paper 5554). Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1996, str. 79.
65. Sihler Helmut: Širši pogled na Corporate Governance. Svetilnik, Ljubljana, december 2003-februar 2004, str. 8-9.
66. Sitar, S.A.: Vloga zaposlenih in njihovega znanja pri upravljanju podjetja. Zbornik referatov, 4.znanstveno posvetovanje o organizaciji: Upravljanje, Brdo pri Kranju: Ekonomska fakulteta, 2003 a, str. 71-75.
67. Skok Peter: Kaj zanima (male) delničarje. Večer, Maribor, 2 (2004), str. 8.
68. Sonnenfeld Jeffrey A.: Nadzorniki naj bodo spoštljivo zoprni. Manager +, Ljubljana (2003), posebna številka, str. 36-41.

69. Stern Joel M., Shiely John S., Ross Irwin: EVA kot izziv. GV založba d.o.o., Ljubljana, 2003, str. 267.
70. Šink, Darja: Zaupniška teorija upravljanja. Zbornik referatov, 4.znanstveno posvetovanje o organizaciji: Upravljanje, Brdo pri Kranju: Ekonomska fakulteta, 2003 a, str. 75-79.
71. Štruc Laura Tjaša: Kodeks ali zakon: kaj je bolj učinkovito in kaj Slovenija bolj potrebuje? 5.posvet Corporate Governance: Posodobimo slovensko korporacijsko upravljanje Iz tranzicije - prek politike - do stroke, 2005.
72. Šulenta Matthews Leslie: Like it or not, Banks do play a Role in Clients´Corporate Governance. Ljubljana: Corporate Governance, 2005, p. 36-37.
73. Teen Mak Yuen: Information and Corporate Governance. NUS Business School, B.k., 2000, str. 8.
74. Teen Yuen Mak: Information and Corporate Governance. NUS Business School, 2003, str. 1-6.
75. Tekavčič Metka: Vloga nadzornih svetov pri zagotavljenju visoke poslovne uspešnosti slovenskih podjetij. Korporacijsko prestrukturiranje (6. letno srečanje zveze ekonomistov Slovenije), 1998, str. 118-129.
76. Trias Miguel, Brunat J.: The Beginning of a New Era - or is there still time. Business Review, 2003, str. 13-15.
77. Ulaga-Kitek Helena, Jamnik Simona: Obvladovanje upravljanja podjetij. Kapital, Maribor, 2 (2003), str. 7-11.
78. Velikonja Urška: Vodenje in obvladovanje družb v državni lasti. (Vodenje in obvladovanje gospodarskih družb - pregled in slovenske razmere. Pravnoekonomska analiza gospodarskih družb). Ljubljana: Pravna fakulteta, 2004, str. 113-132.
79. Vidmar Borut: Brez nadzora ni uspeha. Glas gospodarstva, Ljubljana (2004), april (2004), str. 46-47.
80. Vinten Gerald: Corporate Governance and the Sons of Cadbury, MCB University Press, B.k, (2001), str. 4-8.
81. Vozel Mojca: Klavzula Comply or explain. Finance. Ljubljana (2004a), 18.03.2004.
82. Vozel Mojca: Koalicije škodijo. Finance. Ljubljana (2004b), 18.03.2004

83. Zajc Katarina: Pravna praksa, Ljubljana, 2004, str. 19.
84. Zajc Katarina: Vodenje in obvladovanje gospodarskih družb - pregled in slovenske razmere. Pravnoekonomska analiza gospodarskih družb. Ljubljana: Pravna fakulteta, 2004 a, str. 17-36.
85. Zajc, Katarina: Vodenje in obvladovanje družb. Pravna praksa, Št. 35, 2003, str. 13.
86. Zajc K. Gerželj G.: Vodenje in obvladovanje družb in ločitev lastništva in upravljanja Pravnoekonomska analiza gospodarskih družb. Ljubljana: Pravna fakulteta, 2004 a, str. 37-55.

Viri

1. EVA je kot spanje in hrana. Povsod je enaka. [URL:<http://www.gvin.com/IskanjeClankov/print.asp?F=Clanek&articleID=780840>], 17. 12. 2004.
2. Gregorič Aleksandra: Od menedžerskega k zunanjemu nadzoru velikih lastnikov. Finance. [URL:<http://www.finance-on.net/id=61547>] 18.11.2003b.
3. Heidrick & Struggles International, inc.: Is your Board fit for the Global Challenge? Corporate Governance in Europe, 2003. 22 str.
4. Horwath 2002: Corporate Governance Control. The University of Newcastle.2002, 29 str.
5. <http://cipe.org/>
6. http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=204528
7. <http://stls.frb.org/publications/cb/2002/d/pages/feditorial.html>.
8. <http://ww.zdruzenje-manager.si/slo/publikacije-raziskave/vladanje-podjetje-v-evropi/>
9. <http://www.corpgov.net/>
10. <http://www.iscgg.com/avouttheratings.htm>
11. <http://www.socius.si/slo/svetilnik/arhiv/2002-06-08/01.html>
12. Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional

13. Internal Market Directorate General: Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States., 2002, str. 27.
14. OECD: OECD Principles of Corporate Governance, 1999, p. 45.
15. Slapničar Sergeja: Dvojna merila poročanja. Finance [URL:<http://www.finance-on.net/id=64385>] 05.01.2004
16. The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance: The Financial Aspects of Corporate Governance, 1992, str. 61.
17. Zakon o gospodarskih družbah - novela ZGD-1
18. Zbornik referatov: 4. znanstveno posvetovanje o organizaciji: upravljanje. Brdo pri Kranju, 2003, str. 85.
19. Združenje managerjev Slovenije: Mreža managerjev - CEC Managers Network (www.zdruzenje-managerjev.si)
20. <http://www.ey.com>
21. <http://www.eiu.com>
22. <http://www.heidrick.com>