

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE, PRIMER ENRON IN NJEGOVA
AKTUALNOST V SLOVENIJI**

Ljubljana, junij 2003

MARKO ČOH

IZJAVA

Študent _____ izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. NASTANEK IN RAZVOJ KORPORACIJ	2
2.1 RAZVOJ KORPORACIJ V ZDA IN AMERIŠKA KORPORACIJA DANES	3
3. PROBLEM AGENTOV IN KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE	5
4. ZNAČILNOSTI POSLOVNEGA OKOLJA V ZDA, KI SO PRIPELJALE DO KORPORACIJSKIH GOLJUFIJ	8
5. ENRON – VRH LEDENE GORE ALI EDINSTVEN PRIMER	10
5.1 ENRON – NEKDANJA ZGODBA O USPEHU	10
5.2 ENRON KOT ENERGETSKO PODJETJE	11
5.3 ENRON KOT FINANČNI POSREDNIK	15
5.4 ENRONOV PROPAD	25
5.5 KRIVDA ZA ENRONOV PROPAD IN NAUKI PRIMERA.....	29
5.6 SPREMEMBA ZAKONODAJE PO ŠKANDALU ENRON	32
6. AKTUALNOST PRIMERA ENRON V SLOVENIJI – REZULTATI RAZISKAVE	34
6.1 ZNAČILNOSTI POSLOVANJA PODJETJA	36
6.2 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE.....	38
6.3 ORGANIZACIJSKA KULTURA	42
6.4 FINANČNO POSLOVANJE PODJETJA	42
6.5 VPLIV KAPITALSKEGA TRGA NA POSLOVANJE PODJETIJ.....	46
6.6 VLOGA REVIZIJSKIH HIŠ	47
SKLEP	47
LITERATURA	50
VIRI	51
 PRILOGE	
 PRILOGA 1: MEHANIZMI NADZORA NAD MANAGERJI	1
PRILOGA 2: RAZLIČNI SISTEMI KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA	5
PRILOGA 3: AMERIŠKI RAČUNOVODSKI STANDARDI	15
PRILOGA 4: OSNOVNA TIPA DERIVATIVNIH POGODB	17
PRILOGA 5: KALIFORNIJSKA ENERGETSKA KRIZA	18
PRILOGA 6: VPRAŠALNIK.....	20
PRILOGA 7: REZULTATI RAZISKAVE.....	26
 SLOVAR TUJIH IZRAZOV	43

1. UVOD

V drugi polovici 90-ih let prejšnjega stoletja je ameriško gospodarstvo prišlo v obdobje nove ekonomije, ki so jo zaznamovale nove tehnologije, pojav novih trgov in deregulacija nekaterih obstoječih ter pojav novih finančnih instrumentov. Kapitalski trgi so izdatno nagrajevali inovativnost, zato so cene delnic tehnoloških podjetij skokovito naraščale. Večina novonastalih internetnih podjetij je ustvarjala izgubo, a je njihova tržna kapitalizacija kljub temu znašala milijarde dolarjev. Najvišje so kapitalski trgi vrednotili podjetja, ki so se ukvarjala z novimi tehnologijami in ustvarjala enakomerno naraščajoče dobičke. Pričakovanja kapitalskih trgov so bila vse bolj v nasprotju z osnovno finančno zakonitostjo sorazmernosti tveganja in donosa. Borzni analitiki so delali projekcije dobičkov, ki jih podjetja zgolj z izvajanjem povprečno tveganih poslovnih dejavnosti niso mogla doseči. Na te vrste pritiska so se odzivala tako, da so vlagala v vedno bolj tvegane naložbe, ki so jih v veliki meri financirala z dolžniškim kapitalom. Managerji večine podjetij so si prizadevali, da bi bili dobički njihovih podjetij takšni, kakršne so pričakovali kapitalski trgi, saj so s cenami delnic rasli tudi njihovi dohodki. Za doseganje pričakovanih dobičkov so nekateri uporabljali tudi računovodske manipulacije na meji dovoljenega. Najbolj znan je primer energetskega podjetja Enron, ki je decembra 2001 zaradi prikrivanja dejanskega finančnega stanja propadlo. Iz podobnih razlogov so kasneje propadli Worldcom, Global Crossing, Tyco in še nekaj drugih podjetij. Postalo je jasno, da nad managerji korporacij ni bilo pravega nadzora in da so imeli proste roke pri delovanju v dolgoročno škodo delničarjev. Svetovna javnost je bila šokirana; izpostavile so se nove dileme korporacijskega upravljanja, o katerih potekajo razprave še danes.

V mojem diplomskem delu bom prikazal, da je bil propad Enrona posledica sistemskih napak v ameriškem sistemu korporacijskega upravljanja. V središču proučevanja korporacijskega upravljanja je problem agentov, ki obravnava odnos med lastniki kot principalami in managerji kot agenti. Enronovi managerji so na račun pomanjkanja notranjega in zunanjega nadzora izkoriščali pomanjkljivosti računovodskih standardov. S pomočjo izvedenih finančnih instrumentov so izvajali javnosti skrite transakcije, namenjene napihovanju dobička in skrivanju dolgov. Šlo je za zavestno delovanje v nasprotju z interesi delničarjev, saj so se managerji zavedali (ali pa bi se morali zavedati), da bo ob razkritju dejanskega finančnega stanja podjetja, ki je bilo zelo zadolženo, vrednost lastniškega kapitala močno padla. Ker na pohlep in delovanje managerjev v lastnem interesu ni imuno nobeno gospodarstvo, sem izvedel raziskavo, katere namen je bil ugotoviti, ali sistem korporacijskega upravljanja v Sloveniji omogoča, da bi tudi pri nas prišlo do korporacijskega škandala tipa Enron.

Metodologija, ki sem jo uporabil pri izdelavi diplomskega dela, je bila naslednja: s pregledom literature o korporacijskem upravljanju sem dobil vpogled v ključne dileme, ki jih obravnavata ekonomska in poslovna znanost; nato sem z analizo finančnih, ekonomskih in pravnih študij primera Enron in s pregledom člankov v poslovnih revijah pridobil celovito sliko o poslovanju in propadu Enrona, ki sem ju analiziral z vidika relevantnih dilem

korporacijskega upravljanja; za vpogled v stanje v Sloveniji sem uporabil metodo anketiranja; s pomočjo vprašalnika sem pridobil stališča predsednikov uprav tistih slovenskih podjetij, ki kotirajo na ljubljanski borzi, o dilemah korporacijskega upravljanja, ki so se izkazale kot ključne pri primeru Enron.

Struktura diplomskega dela je sledeča: drugo poglavje prikazuje nastanek in razvoj korporacij, s poudarkom na razvoju korporacij v ZDA. S pojavom množičnega delničarstva po drugi svetovni vojni se je tradicionalni pomen lastnikov zmanjšal, na moči in vplivu pa so pridobili managerji korporacij. Tako je zaradi ločitve funkcij lastništva in upravljanja prišlo do problema agentov, ki ga opredeljuje tretje poglavje. V nadaljevanju tretjega poglavja je opredeljeno korporacijsko upravljanje, predstavljeni sta dve njegovi glavni funkciji in dva glavna sistema - zunanji in notranji. Četrto poglavje opisuje značilnosti poslovnega okolja v drugi polovici 90-ih let v ZDA, ki so pripeljale do korporacijskih škandalov. Peto poglavje opisuje poslovanje in propad Enrona. V začetku poglavja so tri glavne ugotovitve o dogajanju v zvezi z Enronom: Enron je bil podjetje za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti (derivativi) in ne tehnološko podjetje, za kakršno se je predstavljal v javnosti; njegovi managerji so izrabljali derivative za prikrivanje dejanskega finančnega stanja in tveganosti poslovanja podjetja; Enronove transakcije večinoma niso bile v nasprotju z zakoni. V nadaljevanju govorim o Enronovem poslovanju na dereguliranih trgih energentov in kasnejši transformaciji v finančnega posrednika. V tem delu poglavja so opisani vzpostavljanje podružnic, lobiranje in pridobivanje političnih poznanstev predsednika direktorskega odbora Kennetha Laya, transakcije s podružnicami in problemi nadzora. Poglavje sklence prikaz Enronovega propada kot posledice prikrivanja dolgov in dejanske poslovne neuspešnosti podjetja. Šesto poglavje prikazuje rezultate ankete med predsedniki uprav slovenskih podjetij, ki kotirajo na borzi. Predstavljena so njihova stališča o nekaterih značilnostih poslovanja njihovega podjetja, slovenskem sistemu korporacijskega upravljanja, značilnostih organizacijske kulture v njihovem podjetju, finančnem poslovanju podjetja, vplivu kapitalskega trga na poslovanje slovenskih podjetij ter vlogi revizijskih hiš v Sloveniji. Diplomsko delo zaključuje sklep, v katerem podajam povzetek analize primera Enron in glavne ugotovitve raziskave o njegovi aktualnosti v Sloveniji.

2. NASTANEK IN RAZVOJ KORPORACIJ

Ljudje so vedno stremeli za višjim življenjskim standardom ter gospodarskim in tehnološkim napredkom. Za doseganje teh ciljev je potrebno učinkovito združiti sposobnosti ljudi, tehnologijo in denar na enem mestu. Kot najbolj učinkovita oblika organizacije za množično proizvodnjo se je skozi zgodovino razvilo podjetje, ki je doslej doseglo vrh v korporaciji (delniški družbi), predvsem v transnacionalni korporaciji. Prve korporacije so bile bolj lokalne skupnosti kot podjetja. Pojavljale so se že v srednjem veku v obliki mest, univerz in samostanov. Namena njihovega ustanavljanja sta bila zaščita pred centralizirano močjo avtokratov in oblikovanje vira premoženja in moči, ki ne bi bil pod vplivom vladarjev.

Bistvena značilnost tedanje korporacije je, da je bila sama lastnik svojega premoženja in sredstev. S pojavom dvostavnega knjigovodstva se je ločitev korporacije od njenega lastnika oziroma upravljalca formalizirala.

Prve delniške družbe so nastale v Veliki Britaniji in na Nizozemskem v prvi polovici 17. stoletja kot odziv na hiter gospodarski razvoj vzhodno in zahodnoindijskih dežel. Britanska kraljica Elizabeta I. je leta 1600 Britanski vzhodnoindijski družbi (British East India Company) podelila dovoljenje za izdajanje delnic. Po špekulativnem balonu, znanem kot južnomorski balon, je leta 1720 britanski parlament sprejel zakon, ki je prepovedal izdajanje delnic podjetjem, ki nimajo kraljičinega dovoljenja. To je pomenilo, da so podjetja, ki so želela pridobiti kapital z izdajo delnic, morala imeti certifikat, da so organizirana kot delniška družba. Na začetku so korporacije zaradi svoje moči in akumuliranega premoženja predstavljale grožnjo monarhiji, kasneje pa so postale njen zaveznik. V zameno za nenačnanje avtoritete monarhije so pridobile neodvisnost, ki jo je monarhija priznavala in ščitila. Vendar je ideja o popolnoma samostojni in neodvisni entiteti živela naprej, zato so se korporacije najbolj razvile v ZDA, kjer sta bili samostojnost in neodvisnost najbolj zagotovljeni. Zato bo v nadaljevanju predstavljen razvoj korporacij v ZDA.

2.1 Razvoj korporacij v ZDA in ameriška korporacija danes

Pojav sodobne korporacije je za razvoj gospodarstva najmanj tako pomemben kot tekoči trak. Oba pojava temeljita na istem konceptu, specializaciji. Vsaka stran je v korporacijo prispevala njej specifične proizvodne dejavnike. Zaposleni so prispevali fizično delo, managerji in direktorji znanja o upravljanju korporacij ter investitorji finančni kapital. Vsaka stran se je specializirala za (njej) specifičen proizvodni dejavnik, kar je prispevalo k povečevanju učinkovitosti in produktivnosti korporacij. K njihovem razvoju je pomembno prispeval pojav množičnega delničarstva (lastništva), saj so na tak način korporacije lažje prišle do velikega obsega kapitala, ki jim je omogočal rast.

Začetki ameriške korporacijske zakonodaje segajo v leto 1811, ko je država New York sprejela splošni statut o ustanavljanju delniških družb. Prve korporacije v sodobnem pomenu besede so bili trusti¹. To so bila združenja konkurenčnih podjetij, ki so se združila z namenom določanja cen, kar takrat ni bilo protizakonito. Direktorji trustov so se imenovali »trustee« (pooblaščenec) in so imeli precejšnjo moč. Bili so predhodniki današnjih managerjev. Tako so se postavili temelji managerske vloge pri upravljanju korporacij. Kasnejši protitrustovski zakoni so pomenili konec trustov, niso pa zmanjšali moči managerjev.

Naslednjo fazo v razvoju korporacij predstavlja pojav razpršenega lastništva. Mejniki je bila prva javna ponudba delnic podjetja Ford. Državljanji so bili navdušeni nad možnostjo, da

¹ Eden najbolj znanih trustov je bil Standard Oil Trust, kateremu je predsedoval John D. Rockefeller.

postanejo resnični pripadniki ameriškega kapitalizma, tako lastniki kot delavci. Ford je s to javno prodajo pridobil preko 300.000 novih lastnikov in 640 milijonov USD novega kapitala, kar je bilo za takratne razmere ogromno. Ta javna prodaja je pomenila začetek pomembnega vpliva trga kapitala na velika podjetja. Pred tem je bila borza nekakšen klub članov bogatih družin, tedaj pa je njen sestavni del postala tudi množica državljanov. Po drugi svetovni vojni se je newyorška borza (New York Stock Exchange) uveljavila kot glavni center množičnega delničarstva. Ljudje so začeli nalagati v manj znana podjetja, npr. Xerox in Polaroid, in cene njihovih delnic so hitro naraščale. V tistem času so se začeli pojavljati vzajemni skladi, ki so z razpršitvijo naložb močno zmanjšali tveganje posameznega investitorja. Borza je bila privlačna tudi zato, ker je omogočala hitre zaslužke. Podjetja so vedno bolj razmišljala o tem, da njihov proizvod ni več tisto, kar proizvajajo, temveč njihova delnica. Direktorji podjetij so začeli sprejemati odločitve glede na pričakovane posledice, ki bi jih take odločitve imele na ceno delnice njihovega podjetja.

Proces povečevanja števila lastnikov (in s tem zmanjševanja povprečnega lastniškega deleža) se je nadaljeval v naslednjih desetletjih. Glavna značilnost ameriške korporacije po drugi svetovni vojni je razpršeno lastništvo. Osnovni elementi lastništva so pravica do uporabe lastnine (ki vključuje njeno prodajo), določanje pravil uporabe lastnine tretji osebi in določanje načina prenosa pravic, ki izhajajo iz lastnine, na tretjo osebo. Edina komponenta lastništva, ki jo ameriški delničarji intenzivno izvajajo, je pravica do prenosa lastništva oziroma prodaje lastniškega deleža. Lastništvo delnic je privlačno med drugim zato, ker so delničarji zaščiteni z omejeno odgovornostjo, kar pomeni, da so za obveznosti korporacije odgovorni le do višine zneska, ki so ga vložili v podjetje. Da lahko uživajo omejeno odgovornost, se morajo delničarji odpovedati pravici upravljanja s sredstvi korporacije, saj korporacija sama postane lastnik sredstev. Pravico upravljanja s sredstvi korporacije delničarji podelijo managerjem. Splet intenzivnega prenašanja lastniških deležev z ene osebe na drugo in prenosa pravic upravljanja na managerje je močno zmanjšal moč in spodbude za uveljavljanje pravic, ki izhajajo iz lastnine. Ena od najpomembnejših pravic delničarjev je nadzor nad uporabo njihove lastnine, torej nad upravljanjem s sredstvi korporacije s strani managerjev. Zaradi majhnosti njihovih lastniških deležev delničarji nadzora praktično ne izvajajo. Managerji imajo relativno proste roke pri sprejemanju odločitev, kar je druga pomembna značilnost ameriških korporacij. V zadnjih desetih letih se je s koncentracijo lastniških deležev v rokah institucionalnih investitorjev (pokojninskih skladov, investicijskih skladov, zavarovalnic, bank, univerz in fundacij) stanje nekoliko spremenilo, vendar še vedno velja, da sta moč in vpliv ameriških managerjev precejšnja, nadzor nad njimi pa šibek.

Delničarji na managerje prenesajo pravice upravljanja z njihovo lastnino, torej sredstvi korporacije. Obenem managerje zavežejo, da pri upravljanju s temi sredstvi sledijo cilju maksimizacije tržne vrednosti lastniškega kapitala. Cilj managerjev je maksimizacija lastnih dohodkov, ki ni nujno skladen s ciljem delničarjev. Zato ni samoumevno, da managerji delujejo v interesu lastnikov. Potencialno in dejansko delovanje managementa, ki ni v skladu

z interesi lastnikov, imenujemo problem agentov. Problem agentov je osrednji problem sodobnih korporacij, zato ga bom podrobno predstavil v naslednjem poglavju.

3. PROBLEM AGENTOV IN KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE

Proučevanje korporacijskega upravljanja je postalo v zadnjem desetletju pomembna veja ekonomskih in poslovnih znanosti ter pridobilo pozornost poslovnega sveta. Obenem regulativni organi držav in mednarodne organizacije oblikujejo smernice in kodekse dobrega korporacijskega upravljanja, katerih namen je prispevati k učinkovitemu in poštenemu poslovanju korporacij ter vnaprej preprečevati zlorabo moči ali položaja določene skupine.

Korporacija je oblika organizacije, ki omogoča različnim skupinam subjektov, da prispevajo kapital, znanje in delo ter imajo od tega maksimalne koristi. Management dobi možnost vodenja podjetja, ne da bi moral osebno prispevati kapital, investitorji pa dobijo možnost posredovanja denarja managerjem. Slednji imajo sposobnosti in znanje za to, da ga naložijo v naložbe, ki omogočajo najvišji donos pri danem tveganju.

Korporacijsko upravljanje je splet odnosov med skupinami, ki so udeležene v določanju smeri in načinov delovanja korporacij (Monks, Minow, 2001, str. 1). Najpomembnejši med temi skupinami so delničarji, vodilno izvršilno osebje (v nadaljevanju management) ter direktorski odbor v enotirnem sistemu korporacijskega upravljanja oziroma nadzorni svet v dvotirnem sistemu. Poleg že navedenih so v kontekstu upravljanja korporacij prisotni tudi zaposleni, stranke, dobavitelji, posojilodajalci in lokalna družba, v kateri korporacije delujejo. Slednje skupine imajo v kontekstu korporacijskega upravljanja manj relevantno vlogo, zato bom v nadaljevanju sledil tradiciji proučevanja korporacijskega upravljanja, ki se osredotoča na prve tri zgoraj navedene skupine.

V središču korporacijskega upravljanja kot predmeta proučevanja ekonomske znanosti je tako imenovani problem agentov in z njim povezani stroški agentov. Model proučevanja stroškov agentov sta razvila Jensen in Meckling (1976). Opredelila sta agentsko razmerje, in sicer kot pogodbo, na podlagi katere ena ali več oseb (principali) pooblasti drugo osebo (agenta), da v korist principalov opravlja določeno dejavnost. Posledično principal del avtoritete za sprejemanje odločitev prenese na agenta. Pogodbe so zaradi omejene racionalnosti² in informacijske asimetrije do neke mere nepopolne. Pojavi se vprašanje, kaj narediti v prihodnjih stanjih, ki niso predvidena s pogodbo. Zato sta Jensen in Meckling razvila koncept rezidualnih pravic upravljanja, torej pravic sprejemanja odločitev v okoliščinah, ki niso predvidene s pogodbo. Ker priskrbniki virov sredstev navadno neposredno ne sodelujejo pri sprejemanju odločitev, gre večina rezidualnih pravic upravljanja managerjem. Ob predpostavki, da tako principal kot agenti maksimizirajo svojo koristnost, obstaja precejšnja

² Omejena racionalnost označuje nezmožnost vključenih strani, da bi predvidile vsa prihodnja stanja. Zato dogovora o načinu delovanja v vseh prihodnjih okoliščinah ni moč doseči.

verjetnost, da agent ne deluje vedno v interesu principala. Razkorak interesov lahko principal zmanjša z ustreznimi spodbudami za managerje, ali z izvajanjem nadzora. Tudi agent lahko izvaja dejavnosti, da bi pokazal svojo pripadnost principalu, stroške, ki jih pri tem utrpi, pa imenujemo stroški pripadnosti.

Stroški agentov so vsota:

- stroškov nadzora, ki jih utrpi principal
- stroškov pripadnosti, ki jih utrpi agent
- rezidualne izgube kot posledice manjše blaginje principala zaradi različnih interesov

Vse vključene skupine ob koristih, ki jih prinaša korporacijska struktura, utrpijo tudi stroške izgube nadzora. Korporacijsko upravljanje se ukvarja predvsem s konceptom ločitve lastništva in upravljanja, saj investitorji, ko se ločijo od svojega kapitala in ga zaupajo managerjem, nad njim izgubijo popolni nadzor. V tej luči korporacijsko upravljanje razumemo kot nabor procesov, s katerimi poizkušajo investitorji minimizirati transakcijske stroške in stroške agentov. Obenem se korporacijsko upravljanje ukvarja s tem, kako lastniki zagotovijo delovanje managementa v njihovem interesu, da dobijo primeren donos na svojo naložbo (Gregorič, 2003, str. 9).

Korporacijsko upravljanje ima dve glavni funkciji:

- *zagotavljanje načel in pravil*, ki zapolnjujejo praznine, ki so posledica nepopolnih korporacijskih pogodb; namen teh načel in pravil je zmanjševanje pogodbenih stroškov in oblikovanje okvira za bolj popolne pogodbe (Gregorič, 2003, str. 9)
- *zagotavljanje mehanizmov za obvladovanje stroškov agentov*, torej mehanizmov, ki preprečujejo, da bi managerji zasledovali cilje, ki so v nasprotju s ciljem maksimizacije tržne vrednosti podjetja; vsak sistem korporacijskega upravljanja mora vsebovati notranje ali zunanje mehanizme, ki zagotavljajo zamenjavo neučinkovitega managementa; podjetja morajo biti sposobna kredibilnih zavez k obvladovanju tovrstnih problemov, da lahko pridobijo kapital iz zunanjih virov (Gregorič, 2003, str. 9)

Zahodne države so razvile številne mehanizme, ki investitorjem zagotavljajo moč in načine za izvajanje nadzora nad managerji. Primeri takih mehanizmov so koncentracija lastništva in glasovalnih pravic, neizvršni člani direktorskega odbora, nadzorni odbori, dolžniško financiranje, aktivno delovanje institucionalnih investitorjev, prevzemi, managerski odkupi, s poslovnimi rezultati povezano nagrajevanje managerjev (pogodbe s spodbudami) ter v posebni meri pravna določila, ki zagotavljajo zaščito manjšinskih delničarjev in managerjem preprečujejo delovanje v lastnem interesu. Uporaba mehanizmov se po državah razlikuje; trg za korporacijski nadzor (prevzemi) je v središču ameriškega in britanskega sistema, medtem ko so banke, institucionalni investitorji ter večinski delničarji pomembnejši v celinski Evropi

in na Japonskem. V Nemčiji, Avstriji, Luksemburgu, na Danskem, Švedskem in Nizozemskem igrajo pomembno vlogo nadzorni sveti, ki naj bi zastopali interese vseh deležnikov v podjetjih (Gregorič, 2003, str. 9). V prilogi 1 so podrobneje predstavljeni trije mehanizmi nadzora nad managerji: pogodbe s spodbudami, pravna zaščita in koncentracija lastništva.

Glede na prevladujoče mehanizme nadzora številni avtorji ločijo zunanji in notranji sistem korporacijskega upravljanja. Značilnosti zunanjega sistema so sledeče:

- razpršeno lastništvo
- delničarji zmanjšujejo problem kolektivne akcije³ z zanašanjem na sledeče mehanizme nadzora: prevzemi, zunanji člani direktorski odborov, glasovanje po pooblaščenih
- likvidni trgi kapitala, ki omogočajo relativno visoke donosnosti ter diverzifikacijo
- delničarji pogosto zasledujejo kratkoročne cilje (npr. kapitalske dobičke), managerji so v teh primerih manj spodbujeni k dolgoročnemu uspešnemu poslovanju

Značilnosti notranjega sistema pa so sledeče:

- glavno vlogo pri upravljanju podjetij imajo večinski lastniki (družine, holdingi, nefinančna podjetja, banke)
- delničarji bolj intenzivno nadzirajo managerje in imajo daljši časovni horizont kot pri zunanjem sistemu
- kapitalski trgi so manj razviti kot pri zunanjem sistemu

Prvi sistem je značilen za ZDA in Veliko Britanijo, odločilni mehanizem discipliniranja managerjev v tem sistemu je trg kapitala. Drugi je značilen za države celinske Evrope, managerje pa disciplinirajo veliki, kontrolni delničarji (Gregorič, 2003, str. 11).

Mehanizmi korporacijskega upravljanja v svetu se precej razlikujejo. Vprašanje, kateri sistem je boljši, je še vedno odprto. V prilogi 2 so podrobneje prikazane nekatere značilnosti ameriškega in evropskega sistema, s poudarkom na slovenskem.

³ Problem kolektivne akcije nastopi, ko ima podjetje več manjšinskih lastnikov. Da lahko ti lastniki vplivajo na odločitve, morajo sklepati koalicije. Ob tem nastopi možnost, da stroške nadzora utрпи zgolj eden od lastnikov, koristi pa imajo vsi člani koalicije (problem zastonjkarstva).

4. ZNAČILNOSTI POSLOVNEGA OKOLJA V ZDA, KI SO PRIPELJALE DO KORPORACIJSKIH GOLJUFIJ

Primer Enron je javno najbolj izpostavljen primer korporacijskih goljufij, vendar ni osamljen. Nepravilnosti so se dogajale v številnih drugih podjetjih, med njimi Worldcomu, Global Crossingu, Tycu itd. Vsem naštetim podjetjem je skupno to, da je bilo ravnanje njihovih managerjev možno zaradi določenih značilnosti poslovnega okolja v ZDA v drugi polovici 90-ih let. V nadaljevanju tega poglavja bom predstavil naslednje značilnosti:

- neodvisnost članov direktorskih odborov
- pretok informacij v podjetjih
- spodbude revizorjev in nadzor nad njimi
- plačilo managerjem
- pravila razkritja
- vloga borznih analitikov

Najpomembnejša naloga direktorskega odbora je nadzor nad managementom. Da bi bil nadzor lahko učinkovit, mora biti večina članov direktorskega odbora neodvisnih. Neodvisnost pomeni, da osebe niso v rednem delovnem razmerju s podjetjem, oziroma da nimajo nobenih finančnih povezav z njim, razen plačila za opravljeno delo. Obenem je za učinkovit nadzor pomembno, da so revizijski odbori in odbori za imenovanje popolnoma neodvisni ter da sodelujejo z zunanjim revizorjem oziroma nadzirajo volitve članov direktorskega odbora. Agencija za trg vrednostih papirjev (Securities Exchange Commission, v nadaljevanju SEC) je leta 1999 izdala pravilo, ki zahteva, da poročila pooblaščenec delničarjem vsebujejo informacije o tem, ali:

- se je revizijski odbor pogovoril o finančnih poročilih z managementom ter o računovodskih postopkih z zunanjim revizorjem;
- je revizijski odbor prejel od zunanjega revizorja kredibilna zagotovila o njegovi neodvisnosti;
- je revizijski odbor svetoval direktorskemu odboru, da vključi revidirana finančna poročila v letno poročilo;
- so člani revizijskega odbora neodvisni od podjetja.

Eden največjih problemov pri Enronu je bil ta, da so bili pri goljufiji udeleženi vodilni managerji, kar je zmanjšalo možnost njenega odkritja. Za ustrezen tok informacij znotraj podjetja in, ko je to potrebno, izven podjetja, je pomembno, da se v podjetju vzpostavijo ustrezni informacijski sistemi, in da so osebe, ki so morebiti pripravljene, da razkrijejo goljufijo, zaščitene.

Enron in ostali tovrstni primeri so izpostavili slabosti v revidiranju poslovnih knjig korporacij. V večini primerov je šlo za kombinacijo pretirane povezanosti med zunanjimi revizorji in

nadzorovanimi podjetji, neustreznega pregleda dela zunanjih revizorjev s strani revizijskih odborov, neustreznega nadzora vlade in regulatornih institucij nad revizorskimi hišami ter ohlapnosti računovodskih standardov. Večina pozornosti je bila po korporacijskih propadih usmerjena na obseg nerevizijskega dela in ostale vidike odnosa zunanji revizor - podjetje, ki bi lahko ogrožali neodvisnost prvega. Teoretično naj bi bile revizorske hiše nepristranske, saj zaradi visoke koncentracije v panogi naj ne bi bile v pomembnejši meri odvisne od prihodkov od posamezne stranke. Poleg tega so dolga leta vlagale v svoj ugled. Vendar se je izkazalo, da imajo lahko tudi največje revizorske hiše interes, da spregledajo nepravilnosti pri stranki, ki ji plačuje relativno visoke vsote za svetovalne in ostale nerevizijske storitve. K neustreznemu ravnanju nekaterih zunanjih revizorjev je prispevala tudi narava revizijskega posla, saj posamezne stranke revidirajo revizorske ekipe, katerih člani imajo za cilj maksimizacijo lastnega dohodka. Aktivnosti, ki jih izvajajo za doseg tega cilja, niso vedno v skladu s ciljem podjetja kot celote, da ohranja svoj ugled. Primer je David Duncan, vodja Andersenove ekipe, ki je revidirala Enron. Duncan je večino svojega dohodka zaslužil z opravljanjem storitev za Enron. Kot odgovor na probleme neodvisnosti revizorjev je SEC leta 2000 izdala pravila, ki prepovedujejo opravljanje številnih nerevizorskih storitev za revidirane stranke in zahtevajo, da sta v poročilu pooblaščenec delničarjem navedena zneska plačil za revizijske in nerevizijske storitve, ter terjajo navedbo mnenja revizijskega odbora o nerevizijskih storitvah.

Korporacijske goljufije so povezane s plačili managerjem. Vsi primeri so vsebovali neko vrsto prenosa premoženja od delničarjev na managerje, saj so si slednji na različne načine prisvajali denar od podjetja. Poleg tega je povezanost plačila z uspešnostjo v vseh primerih spodbudila managerje k manipulaciji s številkami v finančnih poročilih. S pomočjo te manipulacije so managerji želeli v kratkem roku s prodajo delnic, ki so jih prejeli kot obliko plačila, veliko zaslužiti. Neprimerno razkritje plačil managerjem ali njihovega vpliva na dobičke lahko stvari še poslabša. Najbolj žgoča dilema pri tem je obravnavanje opcij na delnice. Razlika med tržno ceno delnice in izvršilno ceno opcije ni knjižena kot strošek, poleg tega prinašajo opcije davčne ugodnosti. Obravnava opcij se po korporacijskih škandalih ni spremenila, saj je bil pritisk managerskega lobija premočan (Ribstein, 2002, str. 18). Računovodska obravnava opcij je predstavljena v prilogi 3.

Škandali so izpostavili nezadostnost razkritij informacij o kakovosti dobičkov, obsegu dolžniškega financiranja, tveganjih in transakcijah managerjev. Tudi v času pred škandali so bile zahteve po razkritjih precejšnje, vendar se je izkazalo, da se je spremenila relativna pomembnost stvari, ki zanimajo investitorje. Prav tako se je kot neustrezno izkazalo delo borznih analitikov. Problem je bil v tem, da so analitiki dobili večji vpliv pri odločanju investitorjev za prodajo oziroma nakup vrednostnih papirjev. Ta večji vpliv so analitiki začeli izkoriščati za trgovanje za lasten račun, kar jih je potisnilo v nasprotje interesov in močno zmanjšalo kredibilnost njihovega dela. K zmanjšanju kredibilnosti dela je pomembno vplivala tudi povezanost analitikov z lastnimi oddelki za investicijsko bančništvo.

5. ENRON – VRH LEDENE GORE ALI EDINSTVEN PRIMER

Razumeti zgodbo o Enronu pomeni razumeti njegovo organizacijsko kulturo, njegove transakcije in aspiracije glavnih akterjev. Obenem jo je potrebno postaviti v širši kontekst obdobja, v katerem se je zgodila. Vsaka zgodba ima svoje ključno vprašanje oziroma ključno dilemo, in tudi Enron ni izjema. Gre za dilemo, ali je bil primer Enron edinstven in izjemen, ali pa je bil zgolj vrh ledene gore finančnih tveganj in pohlepa, resne bolezni javnih delniških družb in finančnih trgov v ZDA v 90-ih letih. Odgovor na to dilemo bom poizkusil najti s pomočjo postopne analize, ki je sestavljena iz dveh delov. V prvem delu je primer Enron predstavljen od »znotraj«, torej z vidika podjetja samega. Obravnam kratko zgodovino Enrona, glavne akterje podjetja, njegovo transformacijo v 90-ih letih, ter finančne transakcije, ki so v končni fazi pripeljale do stečaja. V drugem delu izpostavljam glavne sistemske napake, na katere je opozoril primer Enron. Tako prikazujem vlogo revizorske hiše Arthur Andersen in izpostavljam problem revizorjeve neodvisnosti ter zanesljivosti, opisujem (ne)ukrepanje bonitetnih agencij ter izpostavljam problematičnost prepočasnega odzivanja regulativnih organov na novo poslovno stvarnost.

5.1 Enron – nekdanja zgodba o uspehu

Enron je bil proizvod gospodarskih dogajanj v drugi polovici 90-ih let v ZDA, saj ga je omočil splet finančnih inovacij, deregulacije na finančnih trgih in izgube nadzora. Enronovi managerji so s pomočjo računovodij Arthurja Andersena in različnih finančnih institucij z Wall Streeta izumljali kompleksne finančne instrumente z namenom izogibanja regulaciji ter manipuliranja z računovodsko izkazanim dobičkom. Šlo je za večplasten problem agentov in nadzora; Enronovi delničarji so izgubili nadzor nad managerji, ki so izgubili nadzor nad zaposlenimi, predvsem finančnimi strokovnjaki in posredniki. Poleg tega je Enron deloval na nereguliranih novonastalih trgih energentov in derivativov, kjer je udeležence disciplinirala zgolj nevidna roka trga.

Analiza dogajanj v Enronu nudi tri glavne ugotovitve, ki vse skupaj in vsaka posebej nasprotujejo podobi podjetja, ki jo je to ustvarilo v javnosti. Prvič, Enron je bil v resnici podjetje za trgovanje z derivativi, in ne energetska ali tehnološka podjetje, za kakršnega se je predstavljal v javnosti. Drugič, Enronova osnovna dejavnost trgovanja z derivativi je bila izredno donosna, celo tako donosna, da bi ob drugačnem spletu dogodkov Enron morda lahko preživel. Namesto tega je ob koncu leta 2001 propadel, vendar ne zato, ker ne bi bil donosen, temveč zato, ker so bonitetne agencije in institucionalni investitorji nehali verjeti vanj, ko so ugotovili, da je Enron (oziroma nekaj njegovih vodilnih mož) uporabljal derivative z namenom prikrivanja resnične narave tveganosti njegovih aktivnosti. Tretjič, Enron je skoraj v celoti deloval v skladu z zakoni, vključno s posli, ki so vključevali nekonsolidirana družabniška podjetja in danes razvpite entitete s posebnim namenom (v nadaljevanju EPN). Ti posli, čeravno je šlo za surovo in nesramno okoriščanje nekaterih Enronovih managerjev na

račun delničarjev, so bili razkriti v finančnih poročilih, resda na relativno nepregleden način, vendar je bilo to dovolj, da bi investitorji morali podvomiti v Enron in vprašati kakšno vprašanje več. Enronove transakcije so bile agresivne, vendar niso bile neobičajne, saj jih je izvajalo na ducate drugih podjetij. Prav tako niso bile nezakonite, temveč izven zakona, kot take pa so postale simbol obdobja nove ekonomije, ko so aktivnosti, ki so bile nekdam vredne graje ali celo kaznive, postale popolnoma vsakdanje (Partnoy, 2003, str. 298).

5.2 Enron kot energetska podjetje

Ko govorimo o Enronu, moramo začeti pri njegovemu ustanovitelju in predsedniku direktorskega odbora Kennethu Layu. Kot župnikov sin se je rodil leta 1942 v majhnem mestecu na ameriškem srednjem zahodu. Že kot otrok je bil izredno delaven, pri dvanajstih je pleskal hiše in raznašal tri časopise, s čimer je zaslužil za svoje izdatke. Študiral je na univerzi v Missouriju, kjer je bil med najboljšimi študenti, in leta 1965 diplomiral z odliko. Pod mentorstvom Pinkneya Walkerja, znanega profesorja ekonomije, je na isti univerzi opravil magisterij in delal kot asistent. Kasneje se je pridružil Humble Oil and Refining Company, predhodniku Exxona, ki pa ga je zapustil, ko se je pridružil mornarici in odšel v vietnamsko vojno. Leta 1984 se je v deregulirani dejavnosti distribucije zemeljskega plina razmahnilo prevzemanje, in v enem od prevzemov je Coastal Corporation poizkusil prevzeti Houston Natural Gas (v nadaljevanju HNG), kar je slednji preprečil s plačilom 42 milijonov USD glavnemu izvršnemu uradniku (chief executive officer, v nadaljevanju CEO) Coastal Oscarju Wyattu. Direktorski odbor HNG-ja ni bil zadovoljen s svojim tedanjim CEO-jem, zato je na to mesto imenoval Laya.

V tem obdobju je HNG tekmoval s podjetjem Internorth za naziv podjetja z največjo mrežo plinovodov v ZDA. Lay, tedaj že z doktoratom ekonomskih znanosti s houstonske univerze, je začutil, da se mu ponuja priložnost kariere. S pomočjo finančnih posrednikov Drexel Burnham Lamberta (znanega kot podjetje slovitega posrednika Michaela Milkena) je uredil, da je leta 1985 Internorth za 2,3 milijarde USD prevzel HNG (Partnoy, 2003, str. 298). Direktorski odbor novonastalega podjetja, poimenovanega Enron, je podprl Laya, ki je postal CEO.

Začetki Enrona so bili vse prej kot lahki. Podjetje je bilo močno zadolženo, kar je bila posledica kreditov, ki jih je Internorth najel, da je lahko plačal prevzemno premijo za HNG. Obenem je leta 1984 Zvezna komisija za reguliranje energetike (Federal Energy Regulatory Commission) izdala vrsto odlokov, ki so pomenili skorajda popolno deregulacijo trga zemeljskega plina. Velike stranke, običajno so bila to lokalna podjetja za distribucijo plina, so lahko kupovale od katerega koli dobavitelja, kar je zaradi neučinkovitosti in presežnih kapacitet pomenilo slabše poslovne rezultate in celo izgubo večine velikih nacionalnih distributerjev plina.

Leta 1987 je prišlo na dan, da sta posrednika Enronove podružnice Enron Oil trgovala za lasten račun. Bila obsojena in dobila relativno nizke kazni, Enronov ugled pa je bil omajan, vendar le za kratko. Investitorji so ohranili zaupanje vanj. V dobri veri jih je ohranjal tudi Lay, ki je izjavil, da »smo vzpostavili najbrž najboljši sistem za upravljanje s tveganji, ne samo v naši panogi, temveč celotnem ameriškem gospodarstvu« (Partnoy, 2003, str. 298). Medtem se stvari v panogi distribucije plina niso odvijale tako, kot je Lay predvideval. Deregulacija je povzročila, da je ponudba postala nestabilna, s tem pa tudi cene. Na začetku so bila distribucijska podjetja navdušena nad dejstvom, da ne bodo več izpostavljena pogodbam po načelu »vzemi ali plačaj«, ki so od njih zahtevale, da kupijo plin, če ga rabijo ali ne. Deregulacija je bila uspešna, saj je cena za milijon britanskih toplotnih enot od sredine do konca 80-ih let padla od 4 USD na 3 USD, celotni panožni prihranki pa so znašali 50 milijard USD (Swartz, Watkins, 2003, str. 44). Ko se je začetno navdušenje poleglo in se je trg ustalil, so cene začele naraščati, ponudba pa je postajala nezanesljiva. Enron je bil še vedno dobrodober zadolžen na račun prevzema, in Lay je moral najti nov poslovni pristop. Obrnil se je na svetovalno podjetje McKinsey&Company in kmalu je bila Enronova poslovna stavba polna McKinseyevih svetovalcev, med katerim je bil tudi Jeffrey Skilling.

Zaradi novonastale nestabilnosti je deregulirana panoga iskanja, črpanja, prodajanja in kupovanja zemeljskega plina izgubljala kredibilnost. Skilling je imel načrt, ki naj bi obrnil ta trend. Domislil se je preproste ideje, ki jo je poimenoval banka plina (Gas Bank). Enron naj bi zbral množico dobaviteljev plina, na podoben način kot banka zbere množico deponentov. Nato bi prodal njihov plin kupcem, podobno kot banke posojajo denar. Enronov zaslužek naj bi izhajal iz razlik med nakupnimi in prodajnimi cenami. Ideja je bila dobra, vendar je vključevala tveganje – Enron bi moral imeti lastno ponudbo, ki bi mu omogočala zagotavljanje izpolnjevanja pogodb. Poleg tega bi moral imeti popolno poznavanje trga in nadzor nad njim .

Za Skillinga je bila ideja izvedljiva. Enron je že imel uspešni enoti za distribucijo nafte in plina, ki bi lahko zagotavljali stabilno ponudbo. Poleg tega ni imel konkurence. Matematični model, ki ga je Skilling razvil z namenom analize finančne uspešnosti, je pokazal, da bi bili rezultati izredni. Vendar vodilni managerji v Enronu niso bili tega mnenja in so predlog zavrnili. Lay se je postavil na Skillingovo stran in zadeva je stekla. Gas Bank ni imel takojšnjega uspeha, nato pa je v enem od naslednjih tednov prodaja dosegla 800 milijonov USD in pogodbe so se začele množiti. Posel je zacvetel in leta 1990 je Lay Skillinga povabil v Enron, kjer je dobil lastno enoto, imenovano Enron Gas Services. Iste leta se je Enronu pridružil Andrew Fastow, ki je malo pred tem pridobil MBA na Northwestern University in v Continental Bank v Chicagu snoval strukturirane finančne produkte. Skillingov načrt je bil, da bi se Enron osredotočil na nove trge za energente in transformiral iz podjetja s prevladujočimi opredmetenimi sredstvi v podjetje, ki temelji na človeškem kapitalu. Fastow je bil manj seznanjen z energetiko, je pa želel uporabiti svojo ustvarjalnost in izkušnje v finančnem inženiringu (Partnoy, 2003, str. 299).

Medtem se je ameriško gospodarstvo pobralo in postajalo vedno bolj fleksibilno. Enron ni bil izjema in je začel razvijati strankinim potrebam prilagojene produkte. Nekateri kupci so npr. želeli zagotovljeno ponudbo precej let v prihodnost, vendar niso želeli biti izpostavljeni prihodnjim nihanjem cen. Zato jim je Enron ponudil, da so proti plačilu dobili opcijo nakupa plina na določen dan v prihodnosti po določeni ceni (gre za tipično nakupno opcijo, ki se je v finančni industriji tedaj že dolgo uporabljala). Leta 1989 je Enron začel sklepati pogodbe o zamenjavah, na podlagi katerih so stranke od Enrona kupile plin po določeni ceni, medtem ko je Enron kupoval plin od bližnjih dobaviteljev po plavajoči ceni. Enronova stranka je dobila točno to, kar je hotela, Enron pa se je izognil tveganju tako, da je pridobil drugo stranko z obratnimi potrebami.

V letih 1990 in 1991 je prišlo še do dveh pomembnih sprememb, ki sta zagotovili Enronov uspeh v naslednjih letih: leta 1990 je newyorška trgovska borza (New York Mercantile Exchange) vzpostavila nov trg za standardizirane terminske pogodbe za plin (angl. gas futures), kar je pomenilo širitev in poglobitev trga, kjer je Enron že bil največji igralec in kot tak določal cene, širil trg in ga istočasno nadziral. Terminske pogodbe so pogodbe, ki določajo, da mora ena stran drugi prodati določeno dobrino ali finančni instrument v prihodnosti po ceni, dogovorjeni ob podpisu pogodbe. Standardizirane terminske pogodbe so terminske pogodbe, s katerimi se trguje na organiziranih trgih (Bodie, Kane, Marcus, 2002, str. 740). Leta 1991 je pomočnik Enronovega kontrolorja Rick Causey prepričal SEC, da Enronu dovoli knjiženje trgovskih dobičkov po tržnih vrednostih. Enron je bil prvo energetska podjetje, ki je zahtevalo dovoljenje za uporabo te metode, z argumentom, da vrednost njihovih produktov niha tako kot vrednost finančnih produktov. Ti so se takrat že dolgo vrednotili po tržni vrednosti. SEC je sprejela Enronov predlog in tako je ta lahko kupil plina, ki naj bi bil dostavljan v obdobju naslednjih 10-ih let, po ceni 2 USD za milijon britanskih toplotnih enot, prodal isto količino za 3 USD, in takoj knjižil celoten dobiček.

Tovrstno knjiženje je bilo povezano s tveganjem nepravilnega prikazovanja dejanske ekonomske narave transakcij, saj je imel Enron precej kupcev in dobaviteljev, ki niso bili popolnoma zanesljivi, kot je članku »Hidden Risks« maja 1993 v reviji Forbes zapisala Toni Mack (Swartz, Watkins, 2003, str. 48). Enronov odziv na kritiko je bil hiter in neposreden: Lay je Mackovi poslal jezno pismo, v katerem je opozoril, da je Enronov revizor Arthur Andersen odobril knjiženje po tržni vrednosti, tudi nekaj finančnih institucij, vključno z analitiki z Wall Streeta se je postavilo na stran Enrona. Končno noto je dodala študija poslovnega primera na Harvard Business School, ki je hvalila Skillingovo stremljenje za inovacijami.

Do oktobra 1995 je Skillingova enota Enron Gas Services z začetnih 300 zrasla na 1400 zaposlenih, in spremenila svoje ime v Enron Capital & Trade Resources. Poslanstvo enote je postalo izvajanje »energetskih rešitev širom sveta⁴« (Swartz, Watkins, 2003, str. 61).

⁴ Ena najpomembnejših Enronovih naložb izven ZDA je bila elektrarna v Dabholu, v zvezni državi Maharashtra, v Indiji. Enron je imel tam nemalo težav z lokalnimi oblastmi, ki so gradnjo elektrarne najprej dovolile, nato jo

Osrednja dejavnost enote je bilo posredovanje pri trgovanju s plinom, namen pa razširiti koncept na nove dobrine ter ustvarjati trge teh dobrin.

Ta proces naj bi se razvijal v več fazah:

- *1. faza:* nakup nekaj ključnih sredstev, npr. velikega plinovoda, elektrarne, kasneje pa celo opcije na uporabo katerega koli vira energije
- *2. faza:* vzpostavitev trgovanja z energentom z namenom širitve trga
- *3. faza:* popolna dominacija Enrona na trgu, posedovanje superiornega znanja in superiornega poznavanja trga; ko trg postane zasičen, Enron odproda sredstva in se ukvarja zgolj s trgovanjem, pri čemer izkorišča svoj položaj dominantnega igralca na trgu in po lastnih željah vpliva na trg

Vir: Swartz, Watkins, 2003, str. 77.

Preden je Enron postal finančni posrednik, je bil posrednik za razne surovine in pol-proizvode, stranke pa je pridobival tako, da je zagotavljal nižje cene, kot so znašali stroški lastne proizvodnje vertikalno integriranih podjetij. Skilling je imel vizijo sveta, v katerem bi se tradicionalno podjetje razpustilo ter razpadlo na manjše dele, katere bi spet skupaj povezovali posredniki kot Enron. To naj bi podjetjem prinašalo številne prednosti:

- *večjo učinkovitost:* tradicionalne korporacije so postale prevelike, komunikacija in transport med njihovimi sestavnimi deli pa predraga; Enron naj bi te stroške zmanjševal tako, da bi s pomočjo svojega poznavanja trga zagotavljal, da kupec dobi pol-proizvod od najcenejšega ponudnika na trgu;
- *zmanjšanje tveganja:* ker imajo kupci polizdelkov vedno možnost izbirati med več prodajalci in obratno, je nesistematično tveganje⁵, ki pri tradicionalnih korporacijah izhaja iz vezanosti na dobavo iz oddelka znotraj podjetja, skorajda nično;
- *zmanjšanje stroškov agentov:* dezintegracija v manjše, bolj transparentne enote, ki so pod neposrednim disciplinirajočim vplivom trga, pomeni prekinitev številnih odnosov principal – agent, ki se pojavljajo v korporaciji;
- *odpravo nekaterih tržnih nepopolnosti:* bistven element učinkovitega delovanja trga je popolna obveščenost udeležencev; Enron bi s svojim poznavanjem trga internaliziral stroške, ki nastajajo pri iskanju željenega kupca oziroma ponudnika.

prepovedale, in jo proti plačilu zopet dovolile. Z elektrarno je imel Enron velike izgube, saj njegova edina stranka, odbor za elektriko Maharashtre, ni poravnaval obveznosti.

⁵ Tveganje, ki je specifično za podjetje.

5.3 Enron kot finančni posrednik

Skilling je želel dograditi poslovni model in ga razširiti na čimveč novih trgov. Njegov cilj je bil transformacija Enrona iz podjetja z veliko opredmetenimi osnovnimi sredstvi, ki se ukvarja s plinom, v finančnega posrednika, ki svojim strankam »preko okenca« prodaja derivative, namenjene zaščiti pred cenovnimi tveganji. Derivativne pogodbe so pogodbe, pri katerih se obveznosti strank določajo glede na vrednost referenčnih spremenljivk v času. Te spremenljivke so cene energentov in surovin, cene vrednostnih papirjev, vrednost borznih indeksov itd. Osnovna tipa derivativnih pogodb sta predstavljena v prilogi 4. Udejstvovanje na »Enronovih« trgih naj bi z vključitvijo derivativov postalo bolj privlačno, razširilo trge in jih poglobilo. Osnovni pogoj za ustvarjanje dobičkov s trgovanjem derivativov je, da obstaja dovolj udeležencev z obratnimi pričakovanji, in Skilling se je tega dobro zavedal.

»Enronovi« trgi nikoli niso dosegli popolne transparentnosti, saj je Enron ustvaril pravila njihovega delovanja, ter skrbel za to, da so vsi udeleženci igrali v skladu z njimi. Enronovi posredniki so v začetni fazi skrbeli zgolj za določanje cene na podlagi krivulj ponudbe in povpraševanja ter za zaščito pred cenovnimi nihanji, za dejansko dostavo plina do stranke pa so skrbeli tako imenovani izvorniki, ki so sklenili posel. Ko je trg rasel, so posredniki vedno bolj pogosto trgovali s finančnimi instrumenti, ki so se nanašali na cene plina. Tako so trgovali s standardiziranimi terminskimi pogodbami, ki so imele ročnost 10 ali več let, prodajnimi opcijami, ki so služile kot zaščita pred padcem cene plina itd. (če je cena plina padla, je posredniku prodajna opcija zagotavljala, da je lahko prodal plin po prej dogovorjeni ceni). Kmalu je Enron Capital & Trade Services večino denarja služil na račun trgovanja z derivativi, saj je posrednikom Enronova tržna moč omogočala, da so vplivali na smer in obseg gibanja spremenljivk, na katerih je temeljila vrednost derivativov⁶.

Za trgovanje z derivativi je moral Enron razviti vezi s finančnimi posredniki in bankami. Tako sta se Skilling in Fastow redno sestajala s predstavniki komercialnih in investicijskih bank. V zgodnjih 90-ih letih je Enron uporabljal produkte in finančne instrumente Bankers Trust, First Boston ter Salomon Brothers. Razvil je posebno tesno sodelovanje s komercialnimi bankami Citibank, J.P. Morgan in Chase Manhattan⁷, ki so zanj opravljale predvsem posle investicijskega bančništva⁸.

⁶ Posrednik je npr. kupil večje število prodajnih opcij z izvršilno ceno 10 USD za milijon britanskih toplotnih enot. Nato je s pomočjo peščice ostalih posrednikov izvedel nekaj transakcij, ki so povzročile, da je v obdobju izvršitve prodajnih opcij cena plina padla na 2 USD za milijon britanskih termalnih enot. Posrednik je izkoristil prodajno opcijo in pri vsakem milijonu britanskih termalnih enot zaslužil 8 USD. Derivativne pogodbe so se navadno glasile na nekaj desetisoč milijonov britanskih termalnih enot, tako da je bilo moč z eno tovrstno transakcijo zaslužiti 80.000 USD.

⁷ J.P. Morgan Chase (banka, ki je nastala po združitvi J.P. Morgana in Chase Manhattan) ter Citibank sta bili ob Enronovem propadu deležni posebne pozornosti zaradi spornih posojil.

⁸ Po odpravi Glass – Steagal zakona, ki je prepovedoval opravljanje poslov komercialnega in investicijskega bančništva znotraj ene same finančne institucije, so komercialne banke intenzivno začele ponujati posle investicijskega bančništva in iz njih začele ustvarjati naraščajoči del prihodkov.

Podobno kot ostala energetska podjetja je Enron vzpostavil podružnice, po pravni naravi družabniška podjetja, preko katerih je izvajal večje projekte, npr. gradnjo naftnih ploščadi in plinovodov. Te podružnice – ne Enron – so si sposojale denar, kupovale sredstva, sklepale pogodbe o lizingu itd. Za uporabo podružnic so bili številni razlogi:

- *nepovratno financiranje*: posojila, ki so jih podružnice najemale, so imela za osnovo samo njihova sredstva, ne sredstva Enrona; Enron ni bil odgovoren investitorjem v podružnice za njihove dolgove;
- *konsolidiranje*: računovodska pravila so določala, da Enronu ni potrebno konsolidirati sredstev in obveznosti podružnic, dokler ne nadzoruje vsaj 50 odstotkov njihovega lastniškega kapitala; z drugimi besedami, vsi dolgovi, ki so jih podružnice najele, so bili dolgovi podružnic in ne Enrona; ta jih je moral zgolj omeniti v opombah v letnem poročilu, ni mu jih bilo potrebno konsolidirati v bilanco stanja;
- *kreditna boniteta*: s tem ko je Enron prenesel dolgove na podružnice in zmanjšal zadolženost, si je zagotovil visoko kreditno boniteto, ki jo je potreboval za nemoteno posredniško dejavnost

Vir: Partnoy, 2003, str. 301.

Poleg podružnic je Enron v prvi polovici 90-ih let začel uporabljati entitete s posebnim namenom (EPN), ki so imele sedež izven ZDA in kot take niso bile podvržene ameriški zakonodaji. S pomočjo teh entitet je izvajal zamenjave, ki so omogočale, da si je sposojal denar, ne da bi se mu v bilanci stanja povečal dolžniški kapital⁹.

Medtem ko sta Skilling in Fastow opravljala operativni del posla, je Lay razvijal stike s političnimi in poslovnimi voditelji. Leta 1992 je v Houstonu organiziral republikansko nacionalno konvencijo in sedel v predsedniški loži s takratnim predsednikom Georgeom H.W. Bushem (Partnoy, 2003, str. 302). Bushevi sinovi so lobirali za Enron širom sveta: Neil in Marvin v Kuvajtu, današnji predsednik George W. Bush pa v Argentini. Lay je za sodelovanje nagradil tudi Wendy Gramm, predsednico Komisije za trgovanje s standardiziranimi terminskimi pogodbami za dobrine (Commodity Futures Trading Commission) v Bushevi administraciji. Nekaj tednom za tem, ko je poskrbela, da je bilo trgovanje z derivativi preko okenca izvzeto iz regulativnega nadzora, je postala članica Enronovega direktorskega odbora (Partnoy, 2003, str. 302).

Leta 1993 je bil Enron že zelo pomemben igralec na trgih derivativov. V tistem času je tudi zasnoval posel, ki je kasneje postal eden od ključnih razlogov za njegov propad. Skupaj s

⁹ Leta 1992 sta Enron in Chase Manhattan s pomočjo Mahonie, Chase-ove EPN izvedla prvo zamenjavo, ki je Enronu zmanjšala davčno obveznost. Kasneje je Enron preko Mahonie izvajal vnaprejšna plačila, o katerih bo več govora v nadaljevanju.

kalifornijskim pokojninskim skladom za uslužbence javnih podjetij (California Public Employees' Retirement System, v nadaljevanju CalPERS) je vzpostavil družabniško podjetje, imenovano Joint Energy Development Investments Limited Partnership (v nadaljevanju JEDI), ki naj bi investirala v projekte namenjene varčevanju z energijo. Obe strani sta vložili 250 milijonov USD in postali enakopravna družabnika (Partnoy, 2003, str. 302). Enron JEDI-ja ni konsolidiral, saj je imel nadzor nad 50% lastniškega kapitala in po računovodskih pravilih konsolidacija ni bila potrebna. Namesto tega je bilo nekaj števil v zvezi z JEDI-jem podanih v opombah v Enronovih letnih poročilih. CalPERS je kasneje izstopil iz JEDI-ja.

Deregulacija ter pravne spremembe v letih 1994 in 1995 so skupaj s trendi omejevanja tožb v zvezi z vrednostnimi papirji ter širjenja nagrajevanja vodilnih managerjev z opcijami spodbudile Enron k izkoriščanju lukenj v računovodskih pravilih. Leta 1994 je Enron v davčnem rajju Turks in Caicos vzpostavil EPN imenovano Enron Capital LLC, ki je bila namenjena trgovanju na finančnih trgih in ni bila pod ameriško jurisdikcijo. Leta 1996 je Zvezna komisija za reguliranje energetike deregulirala trge energetov, k čemur je precej prispevalo lobiranje Laya. V tem času je večina Enronovih vodilnih managerjev prejela opcije na delnice, kar jih je spodbujalo k povečevanju kratkoročnih dobičkov. Izplačila na račun opcij za vse Enronove vodilne kadre so znašala prek milijardo USD, kar je bilo največ med vsemi podjetji (Partnoy, 2003, str. 304).

Enronova organizacijska kultura je spodbujala zaposlene k sledenju računovodskim pravilom, četudi so bila v nasprotju z ekonomsko realnostjo. Priročnik za upravljanje s tveganji je navajal, da »dobički v poročilu sledijo pravilom in načelom računovodstva. To vedno ne rezultira v vrednostih mer uspešnosti, skladnih z ekonomiko, ki je v ozadju. Vendar pa je uspešnost korporacijskega managementa običajno merjena z računovodskim dobičkom, ne ekonomiko, ki je v ozadju. Strategije upravljanja s tveganjem zato niso usmerjene k ekonomski, temveč računovodsko izkazani uspešnosti.« (Partnoy, 2003, str. 304). Z drugimi besedami, Enronovi managerji so bili spodbujeni k osredotočenju na računovodske, ne pa ekonomske posledice njihovih odločitev.

S širjenjem poslovanja in internacionalizacijo se je spremenila tudi struktura Enronovega direktorskega odbora, kar je prineslo številne konflikte interesov in povečalo stroške agentov. Lord John Wakeham je kot britanski minister za energetiko dovolil Enronu izgradnjo največje elektrarne v Angliji, kasneje pa je od njega prejel večjo vsoto denarja za svetovalne storitve in za članstvo v direktorskem odboru. Tudi revizijski odbor je bil sestavljen iz ljudi, ki niso imeli pravih možnosti ali spodbud za nadzor, kar je pomenilo pomanjkljivo notranjo revizijo v podjetju. Dva člana revizijskega odbora, Ronnie C. Chan, predsednik direktorskega odbora Hang Lung Group iz Hong Konga in Paulo V. Ferraz Pereira, visoki uradnik Group Bozano iz Brazilije, sta živela izven ZDA in imela malo izkušenj z ameriški računovodskimi standardi. Tretja članica, Wendy Gramm, je bila v nasprotju interesov zaradi Enronovih donacij njeni lobistični skupini, obenem pa je njen mož, senator iz Teksasa Phil Gramm, prejel od Enrona donacijo v višini 97.350 USD. Četrty član John Mendleson, predsednik

Andersenovega centra za rakava obolenja na Univerzi v Teksasu je imel posredne koristi zaradi Enronove donacije centru v višini 1,6 milijona USD. Predsednik odbora, znani profesor računovodstva s Stanforda Robert K. Jaedicke, kljub svojemu znanju in izkušnjam očitno ni uspel razumeti kompleksnih načinov razkritja, ki naj bi jih nadzoroval. Obenem je Jaedicke s prodajo Enronovih delnic zaslužil skoraj milijon USD, kar je verjetno vplivalo na njegovo neodvisnost (Partnoy, 2003, str. 305).

Ko se je začel internetni bum, je Enron začel ustvarjati vtis, da je internetno podjetje in staviti svojo prihodnost na tehnologijo in internet. Po Enronovi poslovni stavbi so bili nameščeni monitorji, ki so prikazovali vrednost njegove delnice, v dvigalih so se prikazovala navdihujoča sporočila. Ljudje so radi delali za Enron, saj je bilo vzdušje dobro, pokojninski načrti zaradi naraščajoče cene delnice uspešni, vodilni delavci pa so dobivali vedno več opcij na delnice in postajali vedno bogatejši. Enronov direktorski odbor je povečal spodbude managerjem za investiranje v tvegane, celo špekulativne projekte, saj je odobril ogromno število opcij na delnice. To je bilo v neposrednem nasprotju z interesi delničarjev, saj je nakupna opcija v nasprotju z delnico enosmerna stava: opcija ima vrednost le, če je cena delnice višja od izvršilne cene opcije, cene delnic pa so v tistem obdobju hitreje naraščale, če je podjetje šlo v bolj tvegane projekte. Tako so bili managerji spodbujeni k tveganim projektom, obenem pa tudi k zmanjševanju dividend, saj imajo od njih koristi le delničarji, ne pa tudi lastniki nakupnih opcij. Za slednje je namreč bolj koristno, da se dobičke naloži v nove čimbolj tvegane projekte, kar prispeva k hitri rasti cene delnice in s tem povečevanju vrednosti nakupnih opcij.

Enronova kriza se je začela leta 1997. Zanj je bilo več vzrokov: prvič, Enron je stavil na internet in vzpostavil sklad tveganega kapitala, ki je investiral v internetna podjetja, ki so brez izjeme propadla; drugič, razširil se je iz trgov, za katere je imel dovolj izkušenj – plin in elektrika – na trge novih produktov, kot so zmogljivosti za prenos podatkov po optičnih kablkih in derivativi na vreme; tretjič, in morda najbolj pomembno, Enron je dovolil svojim zaposlenim vzpostavljati podružnic ter njihovo uporabo z namenom manipuliranja s finančnimi izkazi.

Največji paradoks Enrona je bil v tem, da je bila njegova osnovna dejavnost, trgovanje z derivativi na cene plina in elektrike, dovolj dobičkonosna, da bi lahko nevtralizirala izgube pri zgoraj omenjenih projektih. Do avgusta 1999 je Enron v celoti odprodal proizvodnjo nafte in plina ter se usmeril v trgovanje z dolgoročnimi derivativnimi pogodbami, ki so ga obvezovale k nakupovanju ali prodajanju raznih energentov za obdobje 10 in več let. Ker se s tovrstnimi derivativi ni trgovalo na organiziranih borzah, so Enronovi posredniki izkoriščali tržne nepopolnosti in ustvarjali dobičke pri trgovanju z manj sofisticiranimi tržnimi udeleženci. Trgovske operacije so bile tvegane, vendar naj Enronove delničarje ne bi pretirano skrbelo, saj naj bi Ken Lay dobil svojo lekcijo ob aferi z Enron Oil-om in se zavezal k stalnemu izboljševanju notranjega nadzora.

Z vidika managementa je bil problem trgovanja z derivativi v tem, da borza ni dovolj visoko vrednotila posredniške hiše. Prevladovalo je splošno prepričanje, da so trgi učinkoviti in da je s trgovanjem moč ustvarjati visoke dobičke samo ob velikih tveganjih. Enrovovi vodilni managerji so hoteli ustvariti vtis, da se dobiček povečuje zaradi uspešnih investicij v nove tehnologije. Če bi investicijska javnost dobila tak vtis, bi se cena delnice Enrona povečevala, opcije managerjev pa bi postajale vrednejše.

Take aspiracije so Enron pahnile v konflikt, ki je v končni fazi pripeljal do njegovega propada. Kot tehnološko podjetje si je moral Enron sposojati milijarde dolarjev, da je lahko financiral naložbe, kot posredniško podjetje pa je moral biti čimmanj zadolžen, da bi ohranil visoko kreditno boniteto, ki bi pomenila, da je Enron kredibilno in dobrostoječe podjetje. Za Enron je bil ugled ključnega pomena zato, ker je pri vsaki transakciji nastopal kot ena od strank, podobno kot to velja za banke.

V drugi polovici 90-ih let je sklad tveganega kapitala Enron Capital začel investirati v novo nastajajoča tehnološka podjetja. Tako je marca 1998 investiral 10 milijonov USD v Rhythms NetConnections, čigar prva javna ponudba delnic je označila začetek internetnega borznega balona. Enron je za vsako Rhythmsovo delnico plačal nekaj manj kot 2 USD, konec prvega trgovalnega dne 6.4.1999 pa so se delnice prodajale po 69 USD. Enron je ustvaril 300 milijonov USD dobička, ki pa ga ni mogel takoj vnovčiti, saj so predpisi začetnim investitorjem preprečevali prodajo delnic v 180-ih dneh po začetku kotacije (Partnoy, 2003, str. 309). Nastopil je problem, kako prodati delnice, rešitev pa je našel Andy Fastow, ki se je ravnal po istem postopku, kot ga je izvedel ob odhodu CalPERSA iz projekta JEDI. Ta postopek je opisan v naslednjih odstavkih.

Enron je lahko izpustil prikaz sredstev in obveznosti JEDI-ja iz svoje bilance stanja, ker je neodvisna stran (CalPERS) imela v lasti in pod nadzorom polovico lastniškega kapitala. Fastow je predlagal, da se CalPERS nadomesti z novo ustanovljeno podružnico Enrona Chewco Investments Limited Partnership (večina imen Enronovih podružnic je izhajala iz serije filmov Vojna zvezd). Chewco naj bi postal 50% lastnik JEDI-ja, katerega Enronu tako še vedno ne bi bilo potrebno konsolidirati. Da bi bila nekonsolidacija možna, je bilo potrebno najti zunanjega investitorja tudi za Chewca. Pri tem se je Enron oprl na prakso lizinga v letalski in še nekaterih drugih industrijah. V 80-ih letih so si letalske družbe običajno zagotavljale pravico uporabe letal s pomočjo lizinških pogodb s proizvajalci. Ker pri lizingu ne gre za prenos lastništva, torej obe strani nosita del tveganj, se ni zdelo primerno, da bi letalske družbe med sredstvi zabeležile celotno vrednost letala, in kar je bolj pomembno, med obveznostmi celotni dolgovani znesek. Zato pravice in obveznosti, ki so izhajale iz lizinških pogodb, niso bile zabeležene v bilancah stanja. Vendar pa ni bilo jasno, kakšno bi morale biti lastništvo in z njim povezana tveganja druge strani, ki bi ekonomsko upravičeno dovoljevalo izvzem sredstev pod lizingom iz bilanc.

Tako je Odbor za standarde finančnega računovodstva (Financial Accounting Standards Board, FASB) izdal mnenje EITF 90-15, s katerim je določil, da lahko podjetja sredstva pod lizingom izvzamejo iz svojih bilanc stanja, če druga stran nosi vsaj tri odstotke tveganja spremembe vrednosti sredstev. To mnenje je postalo znano kot »pravilo treh odstotkov« (Partnoy, 2003, str. 310), in podjetja so ga začela intenzivno uporabljati. SEC s tako rigidno določenim pravilom ni bila zadovoljna, saj ni upoštevalo različne narave različnih lizingov. Spraševala se je, ali ne bi bilo smiselno prag določiti glede na dejansko tveganost poslov, torej višjega za bolj tvegane in nižjega za manj tvegane. Ne glede na ta razmišljanja pa je SEC-ov glavni računovodja leta 1991 izdal dopis, v katerem je, sicer dokaj nejasno, potrdil pravilo treh odstotkov kot normo.

Pravilo treh odstotkov je dobilo značaj zakonske norme, kljub dejstvu, da je bilo nestabilna osnova za transakcije, vredne tisoče milijard dolarjev. Običajno so bile podružnice in entitete s posebnim namenom financirane s 97% dolga in 3% lastniškega kapitala, ki naj bi bil v lasti zunanje, neodvisnega lastnika, čeprav temu, ekonomsko gledano, mnogokrat ni bilo tako.

Tudi Chewcovi zunanji lastniki niso bili povsem neodvisni, vendar so zadovoljevali pravila. 3% Chewcovega kapitala so imeli v lasti banka Barclays ter nekaj družabniških podjetij, povezanih z Michaelom Kopperjem, zaposlenim pri Enronu. Poleg tega, da naložba »zunanjih« investitorjev ni bila neodvisna, tudi ni bila tvegana, saj je Enron jamčil ustrezen donos z zastavljeno gotovino. V okolju nove finančne kulture to ni bilo posebej pomembno, pomembno je bilo zgolj, da transakcije v tehničnem smislu zadovoljujejo pravila.

Za presojo, ali so zunanji investitorji res neodvisni ali ne, ni bil odgovoren Enron, temveč njegova revizorska hiša Arthur Andersen. Andersen je svetoval Enronu, naj Chewca opredeli kot EPN in ga ne prikaže v svoji bilanci stanja. Rezultat je bil, da je Enron preprosto zamenjal enega zunanje investitorja za drugega, JEDI pa je še naprej nenadzorovano izvajal naložbe v energetski sektor. Andersen je kasneje zagotavljal, da bi zahteval drugačno računovodsko obravnavo JEDI-ja in Chewca, če bi mu Enron razkril ključne podrobnosti o vlogi Michaela Kopperja in zastavljeni gotovini.

Dejstva o JEDI-ju in Chewcu so kasneje močno presenetila in razjezila investitorsko skupnost. Dejstvo je, da so bile Enronove poteze v zvezi z njima zakonite, niti ne posebno neobičajne, večinoma razkrite ter dokaj nepomembne za njegov propad. Tudi če bi Enron vključil JEDI v svojo bilanco stanja, bi bil njegov dobiček še vedno okoli milijarde dolarjev, raven dolga pa bi bila na sprejemljivi ravni. Glavni problem JEDI-ja je bil v tem, da je pomenil osnovo za oblikovanje strukturiranih finančnih transakcij, ki so imele pomembno vlogo pri Enronovem propadu.

Po poslu z JEDI-jem in Chewcom je Fastow začel ustanavljati nove podružnice za izvajanje transakcij z Enronom. Ustanovil je družabniško podjetje LJM in prepričal Enronov direktorski odbor, da bi bilo poslovanje z njim koristno. LJM naj bi kupoval Enronove proizvode, z njim

izvajal investicijske projekte ter sklepal derivativne pogodbe, s katerimi bi se Enron zaščitil pred tveganji. Fastow je predlagal direktorskemu odboru, naj mu dovoli obdržati del dobička od poslov z LJM-jem. Direktorski odbor je kljub očitnemu nasprotju interesov predlog odobril z zahtevo, da Enronovo vodstvo pregleda posle z LJM-jem. Kasneje je izdal podobno dovoljenje za še eno podružnico, LJM-2.

Podrobnosti ustanovitve LJM-ja in njegove finančne strukture niso bile znane delničarjem, bile pa so znane dvema bankama z Wall Streeta, ki sta prispevali večino ustanovitvenega kapitala¹⁰. Svoj delež je k ustanovitvenemu kapitalu prispeval tudi Fastow. LJM-2 je bil po vrednosti ustanovitvenega kapitala dvajsetkrat večji od LJM. Njegovi zunanji investitorji so bile znane finančne institucije, med njimi banka J.P. Morgan Chase, investicijska banka Merrill Lynch in zavarovalnica American International Group. Glavni namen ustanovitve LJM-ja je bila izvedba transakcij, ki bi omogočile Enronu prodajo delnic Rhythms NetConnectiona (Partnoy, 2003, str. 313), saj Enron kot začetni investitor ni mogel prodati delnic neposredno. Enron in LJM sta sklenila pogodbo o prodaji oziroma nakupu večjega števila Enronovih delnic. Pogodba je določala, da bo LJM kupil Enronove delnice po ceni v višini 60% tržne cene in jih odplačeval štiri leta. Pogoji za nižano ceno je bil, da LJM v tem obdobju delnic ne proda. Enron je dobiček od prodaje delnic knjižil takoj, ko je pogodba stopila v veljavo. LJM je posel sklenil zato, ker bi v primeru, da bi cena Enronove delnice v obdobju štirih let ostala konstantna, kumulativna donosnost naložbe znašala 40%, v primeru povišanja cene delnice pa še več. LJM in Enron sta sklenila tudi pogodbo, ki je Enronu omogočala prodajo delnic Rhythms NetConnectiona. LJM je Enronu prodal prodajno opcijo, ki je mu je omogočala, da v obdobju petih let LJM-ju proda 5,4 milijona Rhythmsovih delnic, če bi njihova cena padla pod 56 USD. Ko se je začetno obdobje 180-ih dni izteklo, je Enron izkoristil prodajno opcijo in prodal delnice, vendar je upošteval, da so bile v času sklenitve pogodbe z LJM-jem zaradi »zaklenjenosti« manj vredne in je LJM-ju plačal dodaten znesek zaradi višje vrednosti prodajne opcije v trenutku njene izvršitve. Ta preračun so Andersenovi revizorji odobrili, kljub temu da je bil sporen. Zmožnost LJM-jevega odplačevanja obveznosti Enronu je temeljila na vrednosti Enronovih delnic, ki so predstavljale veliko večino LJM-jevih sredstev. Računovodska pravila niso dovoljevala, da bi podjetja uporabljala lastne delnice za vplivanje na dobičke. Enron je ta določila obšel tako, da je z LJM-jem sklenil pogodbo, ki tehnično gledano ni vključevala njegovih delnic, temveč derivative, ki so LJM-ju dajali pravico do prejema Enronove delnice v prihodnosti. Posel z delnicami Rhythms NetConnectiona je bil zgolj eden od ducatov transakcij, ki jih je Enron izvajal z LJM-jem.

Fastow je ustanovil štiri podružnice imenovane Raptor I, II, III in IV. Kompleksnost poslov, ki so jih izvajali Raptorji je bila tolikšna, da Enron ni mogel oblikovati letnega poročila za leto 2001¹¹. Raptorji so v skladu s pravilom treh odstotkov imeli za zunanjega investitorja LJM-2. Enron je vložil v Raptorje derivative vezane na ceno Enronove delnice. Računovodski

¹⁰ Ti dve banki sta bili CS First Boston in National Westminster.

¹¹ Letno poročilo za leto 2001 je Enron oblikoval potem, ko je šel v stečaj. Zato je moralo vsebovati takrat že znane podrobnosti o poslovanju podružnic.

standardi te derivative niso opredeljevali kot lastniški kapital, čeprav so imeli tako funkcijo. LJM-2 je investiral 30 milijonov USD v vsakega Raptorja v zameno za obljubo, da mu bojo odplačali glavnico z obrestmi v višini 11 milijonov USD. Raptorji so Enronu prodali prodajno opcijo, ki je Enronu nudila možnost prodaje lastnih delnic Raptorjem. 41 milijonov USD, ki jih je Enron plačal za prodajno opcijo, so Raptorji porabili za plačilo glavnice in obresti LJM-2. 30 milijonov USD, ki jih je LJM-2 naložil v Raptorje, je ostalo pri njih. Investitorji v LJM-2, med njimi Andy Fastow, niso bili soočeni s tveganjem; v Raptorje so naložili 30 milijonov USD, ki so jih dobili nazaj skupaj z obrestmi v višini 11 milijonov USD. Transakcija, ki je bila popolnoma netvegana, jim je prinesla 35% donosnost. Andersenovi revizorji so veliko razpravljali o tem, kako naj Enron prikaže transakcije z Raptorji v računovodskih izkazih. Sklenili so, da poslovanje Raptorjev ni potrebno konsolidirati, saj je naložba LJM-2 pomenila, da zadoščajo pravilu treh odstotkov (Partnoy, 2003, str. 315-316).

Enron je Raptorje uporabljal za napihovanje vrednosti sredstev in dobička. To je počel na sledeči način: dobiček je napihoval tako, da je po izredno visoki ceni Raptorjem prodal manjši delež določenih sredstev. Večji delež teh sredstev, ki je ostal v Enronovi bilanci stanja, je ovrednotil po ceni, po kateri jih je prodal Raptorjem. Eno od tovrstnih transakcij je izvedel z LJM-2, kateremu je po izredno visoki ceni prodal pravice do prenosa podatkov po telekomunikacijskih omrežjih. Z LJM-2 je sklenil derivativno pogodbo, s katero se je zavezal, da mu bo v primeru padca vrednosti omenjenih pravic za prenos podatkov nadomestil izgubo tako, da mu bo dal lastne delnice. Podatke o tej transakciji je Enron objavil v opombi v letnem poročilu, vendar ob tem ni razkril bistvenih značilnosti – dejstva, da je bil njegov pogodbeni partner LJM-2 in da je bila cena transakcije v nasprotju z ekonomskimi zakonitostmi (Partnoy, 2003, str. 316).

Enron se je s tovrstnimi derivatnimi pogodbami zavezal, da bo pogodbenim partnerjem nadomestil potencialne izgube v višini štirih milijard USD. Do izgub je dejansko prišlo, saj je vrednost naložb podružnic (šlo je za naložbe v internetna podjetja) ob puku borznega balona padla praktično na nič. Podrobnosti o derivativnih pogodbah Enron v letnem poročilu ni razkril, saj poslovanja podružnic, s katerimi jih je sklepal, zaradi pravila treh odstotkov ni bilo potrebno konsolidirati. Ker je bila večina podružnic financirana pretežno z dolgom, so bile Enronove obveznosti do podružnic pravzaprav obveznosti do njihovih upnikov. Upniki so bile poslovne banke, investicijske banke, zavarovalnice, itd. Dejanska Enronova zadolženost je bila precej višja od računovodsko izkazane. To je bil glavni vzrok Enronovega propada, o katerem bo govora v naslednji točki.

Številke v računovodskih izkazih so bile posebej pomembne za dve Enronovi enoti: Enron Online in Enron Energy Services. Ti dve enoti sta dajali videz, da sta dobičkonosni, v resnici pa sta ustvarjali izgube. Enron Online je bila internetna platforma za trgovanje s praktično katerekoli vrsto surovin, pol-proizvodov in proizvodov. Za razliko od entitet s posebnim namenom je bila zelo transparentna. Ničesar v zvezi z Enron Online ni bilo izključeno iz bilance stanja, vanjo pa so bili vključeni nekateri prihodki, ki to dejansko niso bili.

Enron Online se je domislila Louise Kitchen, ena izmed Enronovih srednjih managerjev, zadeva pa je stekla novembra 1999. Ideja je bila naslednja: Enron naj bi vzpostavil spletno stran za trgovanje z različnimi dobrinami in derivativi. Stran naj bi služila srečevanju kupcev in prodajalcev, Enron pa naj bi v vsaki transakciji deloval kot ena od strani. Celotne vrednosti poslov je knjižil kot prihodke, čeprav je denar šel k prodajalcu. Na tak način je izkazoval izredno visoke prihodke, kar ga je pripeljalo na sedmo mesto na Fortune-ovi lestvici največjih podjetij v ZDA. Brez navideznih prihodkov, ustvarjenih s pomočjo Enron Online, bi Enron ustvarjal vtis precej manjšega podjetja.

Podobno kot mnogo Enronovih poslov je tudi Enron Online deloval izven ameriške finančne regulative, in sicer zato, ker so bili posli na njem opredeljeni kot »bilateralne pogodbe« med dvema stranema na internetu (Partnoy, 2003, str. 320). Do take obravnave je prišlo zahvaljujoč senatorju Philu Grammu, ki je poskrbel, da je Kongres decembra 2000 sprejel zakon o izvzetju derivativov, s katerimi se ne trguje na organiziranih borzah, iz domene regulativnih organov.

Enron Online je sčasoma klonil pod pritiskom konkurence, ustvarjal vedno višje prihodke, vendar zaradi vedno manjših marž tudi vedno manjše dobičke. Naknadni razmislek ne daje jasnega odgovora, zakaj naj bi trgovanje preko interneta prinašalo Enronu stabilne in hitro naraščajoče dobičke. Dejstvo je, da je Enron Online zaradi transparentnosti ogrožal druge Enronove dejavnosti, ki so bile dobičkonosne ravno zaradi tega, ker je Enron izkoriščal informacijske asimetrije.

Verjetno je bila Enronova napaka tudi v tem, da je nekritično širil Enron Online z novimi dobrinami, s katerimi se je že trgovalo na borzah v Chicagu (nafta, jeklo, plastika itd.). Edina pomembna prednost Enron Online-a pred borzami je bilo izogibanje ameriškim regulatornim organom. Zaradi padajočih dobičkov so njegovi posredniki začeli iskati bolj eksotične trge, npr. trgovanje z derivativi na zmogljivost za prenos podatkov po optičnih kablji, trgovanje z derivativi na vreme itd. Slednji so bili eden od redkih uspehov Enron Online. Šlo je za stave na vremenske spremembe v določenem časovnem obdobju, ki imajo pomembno ekonomsko funkcijo. Mnoge dejavnosti – kmetijstvo, turizem, zavarovanje itd. – so namreč izpostavljene tveganjem, povezanim z vremenom. Derivativi na vreme so omogočali zaščito pred temi tveganji, ki se jim prej ni bilo mogoče izogniti. Kmetje so npr. lahko kupili derivativno pogodbo, ki je izplačala določeno vsoto, če je bila temperatura v določenem obdobju nad določeno mejo ter s tem zmanjšala izgubo, ki jo je kmet utrpel zaradi visokih temperatur.

Enron Energy Services (EES) je bil še slabši posel kot Enron Online. EES se je ukvarjal z zmanjševanjem stroškov energije in povečevanjem učinkovitosti njene uporabe. Tako se je npr. zavezal, da bo s prerazporeditvijo svetil podjetjem zagotovil, da bodo zmanjšali stroške energije za milijon dolarjev letno. Te pogodbe so bile navadno dolgoročne, Enron pa je vse prihodnje, neznane prihodke ocenil in knjižil takrat, ko je pogodba stopila v veljavo. Tako je izkazoval prihodke v kakršnikoli višini je hotel, dejansko pa naj bi izgubljal velike količine

denarja, po nekem viru celo 700 milijonov USD v letu 2001 (Partnoy, 2003, str. 322). Izgube so bile tudi posledica izjemne stroškovne neučinkovitosti v EES in slabih sistemov za upravljanje s tveganji, saj so bili podatki o poslih obravnavani z neprimernimi orodji.

Enron Online in Enron Energy Services naj bi izvajali sofisticirane tehnološke projekte, zato so na njun račun borzni analitiki Enron obravnavali kot tehnološko podjetje, kar je prispevalo pomemben delež k visoki ceni delnice. Tudi Enronov management je stavil na prihodnost Enrona kot tehnološkega podjetja, zato je promoviral nadaljnjo rast obeh enot. Realnost pa je bila v tem, da sta ustvarjali visoke izgube, ki jih je Enron kompenziral z dobički, ki jih je ustvarjal s trgovanjem z derivativi. O poslu trgovanja z derivativi bo govora v naslednjih odstavkih.

Enron je bil od nekdaj dober poznavalec in pomemben igralec na trgih zemeljskega plina in elektrike. Kasneje se je preusmeril na derivative na cene teh dveh dobrin in s trgovanjem z njimi ustvarjal visoke dobičke. Enron je razkril, da naj bi njegovi posredniki leta 2000 ustvarili za milijardo USD dobička, vendar naj bi bila resnična številka precej višja. Posredniki so celo zmanjševali dobičke, ki so bili previsoki. Zanimivo je, da ni znano, ali so bili vodilni seznanjeni s to prakso, ali pa so se posredniki na tak način maščevali Kenu Layu in Jeffu Skillingu, ki sta trdila, da je Enron tehnološko podjetje. Za zmanjševanje dobičkov je bilo več razlogov:

- prenos dobičkov iz enote za trgovanje v druge enote Enrona, ki so ustvarjale izgubo;
- izglajevanje dobičkov z namenom prikazovanja čim manjše nestabilnosti;
- najpomembnejši razlog pa je bil kalifornijska energetska kriza v drugi polovici leta 2000; kalifornijski uradniki in predstavniki so Enron obtoževali manipulacije s trgi energentov in ustvarjanja dobičkov na račun krize v zvezni državi. Če bi Enron objavil izredno visoke trgovalne dobičke, bi zgolj potrdil te obtožbe.

Posredniki so si prizadevali za izglajevanje dobičkov v času, saj so bili v tem primeru deležni višjih bonusov. Kapitalski trgi so višje vrednotili podjetja, ki so ustvarjala več denarja na enoto tveganja, zato so si posredniki ter Enron kot celota prizadevali za prikazovanje svojih dobičkov kot čimbolj stabilnih. Gre še za en dokaz, da je bilo pri Enronu vse podrejeno temu, da podjetje zadovolji zahtevam kapitalskih trgov.

Enron je za merjenje tveganosti svojih trgovalnih operacij uporabljal metodo tvegane vrednosti, ki pa je dajala napačne rezultate, saj je kot input uporabljala že prirejene podatke, ki so jih oddelku za upravljanje s tveganji dajali posredniki. Le-ti so mnogokrat zaslužili ali izgubili precej več, kot naj bi bila njihova tvegana vrednost. Ta naj bi, glede na letno poročilo, v letu 2000 znašala 66 milijonov USD, kar pomeni, da naj bi posredniki v 95% trgovalnih dni skupno zaslužili ali izgubili največ 66 milijonov USD. Dejansko so v letu 2000 v enem dnevu

zaslužili 500 milijonov USD, v nekem drugem dnevu pa izgubili 550 milijonov USD (Partnoy, 2003, str. 325). Za manipuliranje z dobički so Enronovi posredniki uporabljali dve metodi: previdnostne rezerve in prirejanje terminskih krivulj. Pri previdnostnih rezervah je šlo za to, da so posredniki dobičke zabeležili v dveh stolpcih v Excelu; v enega so zabeležili del dobička, ki naj bi dejansko šel v Enronov tekoči dobiček; v drugega so zabeležili preostanek, ki se je imenoval previdnostne rezerve. Terminalske krivulje so nabor cen, ki naj bi v določenem obdobju v prihodnosti veljale za neko dobrino, npr. zemeljski plin. Enronovim posrednikom so splošno sprejete terminalske krivulje služile kot osnova za vrednotenje poslov, vendar za mnoge dobrine in za daljše ročnosti preprosto niso obstajale. Posredniki so jih zato prirejali tako, da so njihovi dobički ustrezali pričakovanim in da so maksimizirali svoje bonuse.

Revizorji Arthurja Andersena niso posebej podrobno pregledali, kako so oblikovane terminalske krivulje, temveč so jih jemali kot točne in so opazovali zgolj dnevno spreminjanje vrednosti sklenjenih poslov. To je bila huda napaka, saj lahko že izredno majhne korekcije terminskih krivulj pomenijo velike spremembe v dobičkih¹². Posredniki so bili spodbujeni k prirejanju krivulj s strani managementa, posredno pa tudi s strani borznih analitikov. Enronov priročnik za upravljanje s tveganji jim je celo eksplicitno sporočal, da so številke v računovodskih izkazih precej bolj pomembne kot ekonomska realnost, ki je v ozadju.

Računovodskim igram navkljub je dejstvo, da so bile Enronove trgovalne dejavnosti vseskozi zelo dobičkonosne. Ko je bila trgovalna enota prodana švicarski banki UBS, je Enron obdržal portfelj derivativov, vreden nekaj milijard USD. Poleti 2002 je imel Enron kot podjetje v stečaju neverjetnih 6 milijard USD gotovine, zaslužene z derivativi, kar kaže na dejansko dobičkonosnost trgovanja. V nadaljevanju bodo podrobneje predstavljeni Enronovi zadnji dnevi ter dogodki, ki so sprožili stečaj.

5.4 Enronov propad

Med letom 2000 je večina visoko letečih delnic internetnih podjetij izgubila skoraj vso vrednost. Enronova je vzdržala, avgusta dosegla rekordno vrednost 90,56 USD in ob koncu leta znašala 80 USD (Partnoy, 2003, str. 331). Nato je nastopila kalifornijska energetska kriza, in do poletja 2001 se je cena Enronove delnice prepolovila. Kalifornijski uradniki so namreč obtoževali Enron zviševanja cen, manipulacije z njimi itd. Obenem so kalifornijske oblasti prevzele nekaj pogodb za dobavo elektrike, z njo se je manj trgovalo, vse to pa naj bi pomenilo manj dobička za Enron. Vendar pa investitorji niso vedeli, da je Enron v tem letu

¹² Sprememba pričakovane prihodnje cene za 3 cente je lahko pomenila spremembo dobičkov tudi za 20 milijonov USD (Partnoy, 2003, str. 328).

ustvarjal rekordne dobičke s trgovanjem z derivativi¹³, kljub krizi v Kaliforniji, ki je podrobneje opisana v prilogi 5.

Enronovi posredniki so krizo v Kaliforniji izkoristili tako, da so izvajali strategijo imenovano kroženje. V Kaliforniji so kupovali električno energijo in jo prodajali v drugih zveznih državah. S tem so prispevali k zmanjševanju ponudbe in poviševanju cen na debelo v Kaliforniji. Ko so cene na debelo dovolj zrasle, so prodano elektriko kupili nazaj, in jo prodali v Kaliforniji. Strategija kroženja je postala javnosti znana v začetku leta 2002. Javnost se je sicer zgražala, vendar je dejstvo, da so posredniki, ki so plačani za iznajdljivost, zgolj izkoristili možnosti, ki jim jih je ponudila država. Razmere na ameriškem elektroenergetskem trgu so bile neurejene, saj je deregulacija v vsaki zvezni državi potekala nekoliko drugače. Zaradi odsotnosti zakonodaje na zvezni ravni je bil otežen ali nemogoč tako enoten nadzor kakor koordiniranje in sodelovanje med posameznimi državami.

Poleti 2001 se je nekaj analitikov vendarle posvetilo razvozlanju Enronovih finančnih poročil in razkritij o poslovanju s »povezanimi strankami«. Brez posebnih težav so ugotovili, da so bile te povezane stranke LJM-ja, družabniška podjetja Andya Fastowa, ter da je bilo Fastowo plačilo vezano na uspešnost poslovanja teh družb. Analitike so ugotovitve razjezile. Zahtevali so umik Fastowa iz LJM-jev, kar je Enron tudi storil. 16. oktobra 2001 je objavil, da umika Fastowa iz obeh LJM-jev ter da bo zabeležil 35 milijonov USD izgube zaradi predčasne prekinitve poslov z LJM-jema. Obenem je objavil, da ima pri naložbah v zmogljivosti za prenos podatkov, distribucijo elektrike gospodinjstvom in vodovode skupno izgubo v višini 1,01 milijarde USD (Partnoy, 2003, str. 331).

Kapitalski trgi niso takoj reagirali na slabe novice, kar je v nasprotju s hipotezo o njihovi učinkovitosti. Šele dva dni po objavi je začela cena delnice padati in v enem tednu padla za približno 30% na vrednost 20 USD dne 24. oktobra 2001. K prostemu padu cene delnice je najbolj prispevalo Enronovo sporočilo javnosti, da SEC izvaja neformalno preiskavo o transakcijah med Enronom in LJM-jema. Investitorska javnost se je zbala, da bi ta preiskava lahko odkrila marsikaj in njihovo zaupanje v Enron je začelo plahneti.

Istočasno je plahnelo zaupanje v Andersena, saj ni bil več neodvisen od Enrona in se je zapletel v številna nasprotja interesov. Svojo osnovno dejavnost je v zadnjih letih razširil s svetovanjem, saj je bilo revizijsko delo nepriljubeno in Andersen ni mogel dobiti najboljših kadrov. Za revizorske storitve je leta 2000 Andersen prejel od Enrona 25 milijonov USD, za svetovalne pa 27 milijonov USD. 23. oktobra 2001 je bilo dogajanje v houstonski pisarni Andersena zelo živahno. David Duncan, vodja skupine revizorjev, ki je revidirala Enron, je sklical sestanek za dogovor o »čimhitrejši odstranitvi dokumentov povezanih z Enronom«

¹³ Ena od glavnih lastnosti derivativov je, da prinašajo visoke dobičke, če so spremembe vrednosti spremenljivk na katere so vezani velike, seveda ob pogoju, da je smer sprememb taka, kot jo predvideva derivativna pogodba. Tako so visoke cene elektrike pomenile visoko vrednost derivativov, četudi so bile škodljive za gospodarstvo kot celoto.

(Partnoy, 2003, str. 335). Tako so začeli uničevati dokumente, kar je trajalo do 9. novembra. Andersen se je kasneje skušal distancirati od Duncanove odločitve. Med sodnim postopkom proti Andersenu je Duncan priznal krivdo, vendar je nastopil kot priča tožilstva, kar je pripomoglo h kasnejši obsodbi Andersena.

Lay je skušal reševati svojo potapljujočo se barko s pomočjo političnih poznanstev. Oktobra in novembra je med drugimi kontaktiral sekretarja zakladnice Paula O'Neilla, sekretarja za trgovino Dona Evansa ter predsednika centralne banke Alana Greenspana. Nihče ni hotel pomagati Enronu in cena delnice je 6. novembra 2001 padla pod 10 USD.

Ključni element Enronovega preživetja je bila kreditna boniteta. V letnem poročilu je Enron objavil, da je za uspeh njegovih trgovskih dejavnosti in ohranjanje primerne likvidnosti kreditna boniteta na ravni nizko tveganih dolžniških instrumentov kritičnega pomena. Znižanje bonitete pod to raven bi bila za Enron pogubna iz dveh razlogov, in sicer ker bi v tem primeru finančne institucije nehale odobravati kredite ter ker bi v tem primeru stopila v veljavo določila o hitrejšem poplačevanju že najetih dolgov. Če bi kreditna boniteta padla pod raven bonitete nizko tveganih dolžniških instrumentov, bi Enron takoj moral poplačati 690 milijonov USD dolga, njegove podružnice pa obsežnih 3,9 milijarde USD, česar Enron ne bi zmožel. Njegova usoda je bila torej v rokah bonitetnih agencij. Kljub kalifornijski krizi, odstopu Jeffa Skillinga, razkritjem o Andyu Fastowu, milijardni izgubi ter odpustu Fastowa po neuspeli konferenci z analitiki, so vse tri velike agencije za kreditni rating (Moody's, Standard & Poor's in Fitch) še vedno označevale Enronov dolg kot nizko tvegan.

8. novembra 2001 je Enron popravil svoje finančne izkaze. Priznal je, da so bili izkazani dobički v preteklih štirih letih previsoki za 600 milijonov USD, k njihovem »napihovanju« pa so pripomogle transakcije z JEDI-jem, Chewcom in LJM-jema. Ne glede na popravek je bilo podjetje še vedno dovolj dobičkonosno, da bi lahko preživel. Vendar je ob tem postalo jasno, da si Enron ne zasluži bonitete na ravni nizko tveganih dolžniških instrumentov, ter da jo je potrebno znižati. Bonitetne agencije, ki so se doslej le medlo odzivale, so bile pod pritiskom, da se odzovejo, ali pa tvegajo večno izgubo ugleda.

Prvi je začel načrtovati znižanje ratinga Moody's. Njegovi načrti so nekoliko zastali, ko ga je 9. novembra Dynegy, energetska podjetje in eden od Enronovih tekmecev, obvestil, da bo prevzel Enron, če bo ohranil Enronovo boniteto na ravni nizko tveganih dolžniških instrumentov. Moody's je zato znižal Enronovo boniteto do najnižje ravni nizko tveganih dolžniških instrumentov. Deset dni kasneje, 19. novembra, je Enron objavil popravke dobička za tretje četrtletje 2001, in si priboril nekaj-tedenski odlog plačila 690 milijonov USD dolga. Cena delnice je padla na 3 USD.

Zadnji udarec za bonitetne agencije je bilo odkritje, da je Enron uporabljal transakcije z derivativi tudi z namenom prirejanja finančnih izkazov. Izpostavilo se je 8 milijard USD vnaprejšnjih plačil dveh velikih bank, Citigroupa in J.P. Morgan Chase-a. Pri vnaprejšnjih

plačilih gre za to, da banke podjetjem denar nakažejo takoj po dogovoru, podjetje pa v zameno da obljubo, da bo ta posojila odplačalo iz bodočih prihodkov. Bistvena razlika med tovrstnimi in klasičnimi posojili je, da lahko prva podjetja izvzamejo iz bilance stanja in jih knjižijo kot vnaprej prejete prihodke od prodaje. Banki sta se zavedali, da so njuna posojila ogrožena, zato je predsednik direktorskega odbora Citigroupa, nekdanji sekretar zakladnice Robert Rubin, poklical Petra Fisherja iz zakladnice ter ga prosil, naj zakladnica odvrne bonitetne agencije od znižanja Enronove kreditne bonitete. Fisher je prošnjo zavrnil.

Uporaba vnaprejšnjih plačil je bila precej pogosta in banke so jih agresivno tržile, čeprav so se zavedale, da se jih lahko uporablja za prikrivanje obveznosti. V sporočilu po elektronski pošti novembra 1998 je uslužbenec Chase Manhattna zapisal, da »Enron obožuje te posle, ker lahko tako skriva dolg pred analitiki, ki analizirajo njegovo delnico; tako pridobljene dolgove lahko zakoplje med obveznosti iz trgovanja« (Partnoy, 2003, str. 339). Chase-ova brošura je poudarjala, da imajo vnaprejšnja plačila »koristen računovodski učinek, saj jih je možno knjižiti kot odložene prihodke ali dolgoročne obveznosti iz trgovanja, davčno gledano pa jih je možno obravnavati kot posojilo in s tem zmanjšati davčno osnovo« (Partnoy, 2003, str. 339). Tako J.P. Morgan Chase kot Citigroup sta kasneje zagovarjali svoje poteze kot popolnoma zakonite in v skladu z računovodskimi standardi, čeprav je kasnejša preiskava pokazala, da se je mnogo poslov v vrednosti nekaj 100 milijonov USD sklenilo ustno, ker bi pisna pogodba imela za posledico vključitev dolga v bilanco stanja. Ob razkritjih o vnaprej plačanih posojilih je postalo jasno, da je Enronova boniteta na ravni nizko tveganih dolžniških instrumentov nezaslužena in nelegitimna¹⁴.

Ko so bonitetne agencije izvedele dejstva (ki bi jim sicer morala biti znana že prej), so sklenile, da Enron ni podjetje za boniteto na ravni nizko tveganih dolžniških instrumentov, za kakršno je do tedaj veljalo. 28. novembra 2001 so znižale boniteto Enronovega dolga na raven bonitete tveganih dolžniških instrumentov, nekaj minut za tem pa je cena Enronove delnice padla na 1 USD. Tedaj Enron ni mogel več pridobivati sredstev na kapitalskih trgih, zato je moral ustaviti trgovalne dejavnosti. Ko so Dynegyevi vodilni managerji izvedeli za znižanje bonitete, so takoj odpovedali združitev. Enron je ostal brez partnerja, brez virov za pridobivanje denarja ter brez sredstev za karkoli drugega kot pokrivanje osnovnih stroškov.

Vendar pa so nekateri Enronovi vodilni vedeli, da je njihova trgovalska dejavnost zelo uspešna, zato so na skrivaj nakazali visoke izredne bonuse najboljšim posrednikom, da bi leti ostali pri podjetju ali pri čemer bi ostalo od njega. Po drugi strani je tisoče zaposlenih ostalo brez dela ter brez svojih pokojnin. Enron je namreč (kot večina korporacij v ZDA) imel pokojninski sklad za svoje delavce, ki je večino vplačil zaposlenih naložil v Enronovo delnico. Predpostavljalo se je, da bodo delavci tako še bolj prizadevni, saj delajo za svojo pokojnino. Težava pri takem razmišljanju je v tem, da je v nasprotju z načeli diverzifikacije, kar pomeni, da se zaradi nerazpršenosti naložb ohranja tveganje. Medtem ko so vodilni

¹⁴ Ko je bil Enron že v stečajju, je preiskovalec ugotovil, da so njegovi dolgovi skupno znašali 25 milijard USD (Partnoy, 2003, str. 339).

Enronovi managerji prodali svoje delnice, predno so izgubile vrednost, zaposleni tega niso mogli narediti, saj je bil pokojninski sklad med oktobrom in novembrom 2001 zaradi menjave njegovega upravljalca »zaklenjen«. Enronov pokojninski sklad je torej v nasprotju z načeli učinkovitega investiranja praktično vse stavil na Enronovo delnico, ki je bila konec novembra 2001 vredna le nekaj centov.

2. decembra 2001 se je zgodilo veliko stvari. Enron je vložil zahtevo za zaščito pred upniki (torej zahtevo za začetek stečajnega postopka), odpustil 4.000 zaposlenih, vložil tožbo proti Dynegyu zaradi preklica dogovora o združitvi in pridobil nadaljnjih 1,5 milijarde USD posojil od J.P. Morgan Chase-a in Citigroupa, da bi ohranjal pri življenju svoje osnovne dejavnosti (Partnoy, 2003, str. 343). Precej težko je razumeti, da sta dve od največjih ameriških bank izdali posojila podjetju v stečaju. Ta posojila niso pomagala, saj je Enron kasneje prodal (pravzaprav podaril, saj je bila cena transakcije 0) svoje trgovske dejavnosti Union Bank of Switzerland, ki je pridobila vsa Enronova sredstva in nič obveznosti.

5.5 Krivda za Enronov propad in nauki primera

Na začetku tega poglavja je bilo kot ključno izpostavljeno vprašanje, ali je bil Enron eksces, izreden primer izgube nadzora ter pomanjkanja integritete in etičnosti, ali pa je bil vrh ledene gore, nazoren prikaz sistemskih napak ameriškega kapitalizma. Dejansko je Enron večinoma deloval v okviru zakonov, problem pa je bil v tem, da je bilo precej njegovih dejavnosti nereguliranih, torej ranljivih za zlorabe. Ključno sporočilo primera Enron je, da ni šlo za sistemsko in množično kršenje zakonov in pravil, temveč da so bili ameriški sistem korporacijskega upravljanja, zakonodaja in pravila neprimerni za novo gospodarsko stvarnost. Z novimi dejavnostmi, novimi trgi in novimi finančnimi instrumenti je nastalo nešteto novih nasprotij interesov, ki jih tržni udeleženci, predvsem pa institucije zadolžene za integriteto delovanja trgov, niso znali ali hoteli uvideti in se z njimi spopasti.

V zvezi z Enronom ostaja odprto vprašanje, če so bili glavni akterji dejansko odgovorni za njegov propad. Ken Lay, ki je odstopil kot CEO¹⁵ januarja 2002, je s prodajo Enronovih delnic zaslužil 144 milijonov USD, od Enrona pa je prejel tudi precej posojil. Čeprav ni bil neposredno udeležen v transakcijah, ki so pogubile Enron, je pomagal oblikovati njegovo organizacijsko kulturo, usmerjeno v trgovanje z vsem, čemur je bilo mogoče določiti ceno. Posebej po avgustu 2001, ko je zvedel za podrobnosti transakcij s podružnicami, bi moral biti bolj jasen v soočenjih z investicijsko skupnostjo, vendar kaže, da se ni dobro zavedal, kaj se dogaja s podjetjem.

Tudi Jeff Skilling se je osebno okoristil na račun Enronovih shem nagrajevanja, saj je s prodajo Enronovih delnic zaslužil 76 milijonov USD. Skilling je de facto vodil Enron že nekaj

¹⁵ Po Skillingovem odstopu avgusta 2001 je mesto CEO-ja prevzel Lay.

let preden je postal CEO in kaže, da je možno, da je bil njegov odstop res posledica osebnih razlogov. V pričanju pred Kongresom je dejal, da je bil po nekajmesečnem pregledovanju Enronovih finančnih izkazov mnenja, da ustrezno prikazujejo realnost, ter da Enron ni kršil zakonov, saj so računovodska pravila dovoljevala izvajanje transakcij, ki se niso zabeležile v bilanci stanja. Skillingu lahko pritrdimo, da so bile transakcije legalne, vendar pa so bile v nasprotju z ekonomsko logiko. V luči obdobja nove ekonomije, ko se je zelo poudarjalo, da stari ekonomski zakoni ne držijo več, Skillingu pravzaprav ne gre zameriti, saj je dobro izkoristil pravila igre, ki jih je narekovala investicijska skupnost.

Andy Fastow je na račun nagrajevalnih shem zaslužil 30 milijonov USD, dodatnih 45 milijonov pa je v dveh letih zaslužil na račun obeh LJM-jev. Fastow je direktorskemu odboru dejal, da je za ukvarjanje s temi podružnicami porabil le manjši del svojega časa, kar so kasnejša odkritja v veliki meri demantirala. Iz veliko virov je bilo slišati, da so bili Lay, Skilling in člani Enronovega odbora presunjeni, ko so izvedeli, koliko denarja je Fastow zaslužil na račun LJM-jev. Dejstvo pa je, da v primeru, da direktorski odbor Fastowu ne bi odobril nagrad za transakcije z LJM-jema, bi ta odšel nekam drugam in tam počel iste stvari, saj jih je sistem dovoljeval. In kar je najbolj pomembno: Fastowovo plačilo ni bilo dokaz, da so bile entitete s posebnim namenom nelegalne, ali da je Fastow imel namen izvajati kazniva dejanja. Podobno kot pri Skillingu lahko rečemo, da je Fastow igral v okviru pravil igre, ki so dovoljevala potvarjanje ekonomske realnosti.

Nekateri Enronovi managerji, ki so bili najboljše plačani, so v javnosti manj znani. Lou Pai, ki je vodil dve izgubarski enoti, Enron Energy Services in New Power Holdings, neuspešno internetno podjetje, je s prodajo Enronovih delnic zaslužil 270 milijonov USD. Thomas White, podpredsednik direktorskega odbora Enron Energy Services, je na tak način zaslužil 12 milijonov USD, Ken Harrison, član direktorskega odbora Enrona, pa 78 milijonov USD. (številke povzete po: Partnoy, 2003)

Izredno pomemben je etični vidik Enronovega propada. Pohlep se običajno navaja kot eden glavnih razlogov neetičnega ravnanja in tudi pri Enronu je bilo tako. Problematične so bile vse razsežnosti etike managementa: v odnosu do zunanjega okolja, v odnosu do notranjega okolja in na osebnem nivoju. Enronovi managerji so zavajali poslovne partnerje (Andersena, banke), institucije (SEC, javnost) in, kar je najpomembneje, lastne delničarje. Do zaposlenih so bili vzvišeni, celo arogantni. Tudi znotraj vodilnega managementa je bil prisoten izrazit individualizem in poudarjanje lastnih sposobnosti. Skilling naj bi v pogovoru z najožjimi sodelavci dejal, da dvomi, da Lay dojema, s čim se ukvarjajo (Swartz, Watkins, 2003, str. 142). Managerji so pri odločanju imeli kratek časovni horizont, podjetje so videli kot sredstvo za zadovoljevanje lastnega pohlepa. Imeli so veliko moči, saj so se »dvignili« nad podjetje, pri čemer so se izogibali odgovornosti in do zadnjega prikrivali resnično stanje.

Korporacije delujejo v širokem zakonskem okviru, vendar je primer Enron jasno pokazal, da zakoni niso dovolj. Ker se je večina njegovih dejavnosti odvijala na nereguliranih trgih, je bil

podvržen zakonom zgolj v manjši meri, tisti, ki jim je bil, pa so se izkazali kot nezadostni. Problematičnost zakonov je v tem, da vse, kar je nemoralno, ni tudi protizakonito, da se zakoni pogosto razvijajo prepočasi in da so presplošni. Kakor je bilo izpostavljeno, večina dejanj Enronovih managerjev ni bila protizakonitih, bila pa so nemoralna (prikazovanje lažnih dobičkov, ki je bilo skladno z računovodskimi standardi). Regulatorne institucije so se prepočasi odzivale na spremenjeno gospodarsko stvarnost, posebej kar se tiče spreminjanja računovodskih standardov. Pravilo treh odstotkov je dovoljevalo nekonsolidacijo vseh oblik podružnic, čeprav so med njimi obstajale pomembne vsebinske razlike. V luči nezadostnosti zakonov se postavlja vprašanje, če je pristop ameriških oblasti, ki so sprejele obsežno novo zakonodajo, smiseln. Morda bi bilo bolj smiselno izpostaviti etične vidike poslovanja in oblikovati kodekse dobrega korporacijskega upravljanja. Poslovne šole bi morale večji poudarek v svojih programih dati predmetom iz poslovne etike, borze in nadzorne institucije pa bi morale zahtevati, da podjetja objavljajo poročila o spoštovanju etičnih standardov.

Nekateri avtorji menijo, da je Enron propadel zaradi svoje trgovske naravnosti, ki jo je razvil v zadnjih letih. Dejstvo je, da je bil Enron od samega začetka trgovsko podjetje, in to uspešno. Njegovi posredniki, ki so ustvarjali visoke in realne dobičke za Enron, so bili plačani nekajkrat manj kot vodilni managerji, vendar še vedno precej. Za razliko od managerjev lahko rečemo, da so bile njihove nagrade upravičene, saj so bili dejansko boljši posredniki od posrednikov ostalih podjetij. Ljudje, ki nosijo največji delež krivde, so vodilni managerji, ki so vodili izgubarske enote, investirali v nedonosne projekte, zavajali investicijsko javnost ter izrabili podjetje kot orodje zadovoljevanja svojega pohlepa.

Naloga Arthurja Andersena je bila revizija Enronovih finančnih izkazov in ocenitev notranjih kontrol, ki jih je management vzpostavil za nadzorovanje trgovanja z derivativi. Ko so se Andersenovi vodilni možje zbrali januarja 2001, so pomislili na možnost krivde za Enronovo početje, vendar so se odločili, da ne bodo ukrepali, ker je Enron prevelika stranka, da bi tvegali, da jo izgubijo. Andersen je potrdil številke v Enronovem letnem poročilu za leto 2000 in ocenil notranje kontrole v letih 1998-2000 kot ustrezne, kljub temu, da so se v letu 2000 Enronova sredstva in obveznosti povezane z derivativi petkratno povečali. Ob takšnih podatkih bi Andersen moral bolj temeljito pregledati notranje kontrole, saj je bilo jasno, da podjetje postaja izredno tvegano ter da bi stvari relativno kmalu lahko ušle iz nadzora. Andersen nosi velik delež krivde, ker bi kot revizijska hiša moral biti bolj temeljit in opozoriti investitorje na tveganja. Tudi investitorji niso povsem brez krivde, saj bi morali bolj temeljito brati letna poročila, ki so vsebovala več ali manj vse ključne podatke o Enronovih spornih transakcijah. Seveda pa se postavlja vprašanje, kako naj bi povprečno finančno izobraženi investitorji razumeli finančne izkaze, ki jih ni razumel niti znani profesor računovodstva.

Svoj delež krivde nosijo tudi bonitetne agencije, zakonodajalci in regulativni organi, Enronovi bankirji in pravniki ter borzni analitiki. Bonitetne agencije so mižale ter zavlačevale z ukrepanjem, kar bi lahko nakazovalo na do sedaj še neznan nasprotja interesov. Enronu je bila namreč kreditna boniteta ključnega pomena, in ni izključeno, da so bile agencije pod

vplivom kakšnega dejavnika povezanega z Enronom. Zakonodajalci in regulativni organi so poskrbeli za pravila, ki so Enronu dovoljevala sporne transakcije, njegovi bankirji in pravniki so mu pri tem pomagali, mu svetovali, potem (kot smo videli na primerih podružnic) pa tudi sami prispevali sredstva. Borzni analitiki so potem, ko je Enronova delnica že začela izgubljati vrednost, svetovali njen nakup¹⁶, kar kaže na pomanjkanje njihove neodvisnosti, ki so jo izgubljali pod pritiskom oddelkov za investicijsko bančništvo svojih finančnih hiš.

Ob koncu lahko rečemo, da predstavlja primer Enron vrhunec razvoja finančnih trgov v 90-ih letih. Finančni instrumenti, ki jih je uporabljal, so bili tako kompleksni, da jih je bil le redko kdo sposoben razumeti. Lastništvo in nadzor sta postala tako ločena, da direktorski odbor in delničarji niso mogli uspešno nadzorovati, kaj šele preprečiti okoriščenja managerjev. Trgi, na katerih se je Enron udeleževal (trgi energentov in derivativov), so bili v veliki meri deregulirani in obenem netransparentni, kar je pomenilo, da noben udeleženec ni bil posebno kaznovan za zavajanje investitorjev, to pa se je redno dogajalo.

Enron je na novo opredelil koncept korporacije in trgoval z nešteto dobrinami, od plina in nafte do elektrike, plastike, kovin, zmogljivosti za prenos podatkov po internetu, itd. Trgoval je tudi z derivativi, ki jih je sam oblikoval, vključno z derivativi na vreme. Njegovi managerji so obogateli z opcijami na delnice, s katerimi so bili izdatno nagrajeni. Leta 1998 je Enron razdelil svojim managerjem in zaposlenim več kot 16 milijonov opcij. V letih 1999 in 2000 se je ta številka podvojila (Partnoy, 2003, str. 306). Enron je v nekaj tednih spektakularno propadel, ostalo pa je še precej vprašanj, na katera bodo iskali odgovore v naslednjih letih.

Prevladujoče prepričanje v 90-ih letih je bilo, da trgi delujejo bolje kot korporacije, ki so premalo agilne in se prepočasi odzivajo na spremembe. Kritična napaka Enrona je bila v tem, da je sledil filozofiji ustvarjanja trgov in dezintegriranja tradicionalne korporacije, vendar je pri sebi ni uveljavljal, saj je pod lastno korporacijsko streho spravil preveč dejavnosti, to pa je izrazito povečalo stroške agentov. Številna nasprotja interesov, mnoge skušnjave in priložnosti za osebne koristi, možnosti za zlorabo raznih korporativnih entitet; vse to je stroške agentov povečalo do te mere, da jih podjetje ni bilo več sposobno obvladovati.

5.6 Sprememba zakonodaje po škandalu Enron

Ameriški Kongres se je odzval na vrsto korporacijskih škandalov in julija 2002 sprejel Sarbanes-Oxleyev zakon (Sarbanes-Oxley Act), ki je bil oblikovan z namenom izboljšanja revizijskega procesa in zagotavljanja večje neodvisnosti direktorskih odborov. Razvoj dogodkov je potrdil potrebo po intenzivnejšem nadzoru managementa na področjih kot so: transakcije, ki povzročajo škodo podjetju; nagrajevanje managementa; izbor in nadzor nad zunanjimi revizorji, itd. V nadaljevanju so predstavljeni ključni ukrepi zajeti v Sarbanes-

¹⁶ 16 od 17-ih analitikov, ki so pokrivali Enron, je oktobra 2001 svetovalo nakup njegovih delnic (Partnoy, 2003, str. 346).

Oxleyev zakon (v nadaljevanju SOZ), kot jih podaja Ribstein (2002). SOZ zahteva od borz in agencij za nadzor nad trgovanjem z vrednostnimi papirji, da ne dovoljujejo kotacije izdajatelja, čigar revizijski odbor nima izključne pristojnosti za izbiro zunanjega revizorja in nadzor nad njim. Po SOZ morajo biti vsi člani revizijskega odbora neodvisni. Poročilo pooblaščenec delničarjem mora vsebovati informacije o finančni strokovnosti članov revizijskega odbora.

Newyorška borza je sprejela nove standarde za kotacijo, ki določajo: večina članov direktorskega odbora ne sme imeti finančnih povezav s podjetjem; določeno je petletno obdobje, med katerim nekdanji zaposleni pri zunanjem revizorju podjetja ne morejo postati člani direktorskega odbora tega podjetja; člani direktorskega odbora se morajo večkrat letno sestati brez navzočnosti managerjev; člani revizijskega odbora ter odborov za imenovanje oziroma nagrajevanje morajo biti neodvisni; predsednik revizijskega odbora mora biti finančni strokovnjak; izbor in nadzor nad zunanjim revizorjem sta v izključni pristojnosti revizijskega odbora; kakršna koli plačila članom revizijskega odbora poleg plačila za opravljeno storitev so prepovedana. Nova pravila newyorške borze tudi zahtevajo oblikovanje etičnih kodeksov in kodeksov obnašanja ter takojšnjo javno objavo kakršnih koli kršitev; vsa plačila, vezana na vrednost lastniškega kapitala, morajo biti odobrena s strani delničarjev; CEO mora potrditi pravilnost in ustreznost vseh postopkov oblikovanja in posredovanja informacij; obvezno je dodatno izobraževanje na področju poslovne etike za člane direktorskih odborov (Ribstein, 2002, str. 15).

SOZ obravnava tudi področje pretoka informacij v podjetju. Postavlja zahtevo po potrditvi pravilnosti poročil in notranjih kontrol s strani vodilnih managerjev, zahtevo, da SEC prepove zavajanje zunanjih revizorjev s strani managerjev ter zahtevo, da podjetje objavlja informacije o strukturi notranjih kontrol. Zahteva tudi, da podjetja oblikujejo etični kodeks za finančne strokovnjake na vodilnih položajih in da primerno zaščitijo osebe, ki razkrijejo nepravilnosti.

Na področju nadzora nad revizorji je SOZ najbolj daljnosežen. Prepoveduje opravljanje ne-revizijskih storitev za revidirane stranke; zahteva rotacijo vodje revizijske ekipe vsakih 5 let; zahteva, da zunanjega revizorja izbere revizijski odbor ter omejuje možnost revidiranja podjetja, ki ima med vodilnimi managerji nekdanjega zaposlenega pri tisti revizorski hiši, ki opravlja revizijo tega podjetja. Ohlapnost revizije izhaja med drugim iz (ne)nadzora s strani direktorskega odbora podjetja - stranke. SOZ zato zahteva bolj podrobno poročanje zunanjih revizorjev direktorskemu odboru in z zahtevo po finančni strokovnosti vsaj enega od članov revizijskega odbora povečuje možnosti za kakovosten nadzor revizijskega odbora nad delom zunanjega revizorja. Do korporacijskih škandalov je v revizijski panogi veljal tako imenovan nadzor vrstnikov - revizijske hiše so ocenjevale delo svojih konkurentov. Ker nobena od hiš pri tem ocenjevanju ni bila ocenjena negativno, je postalo jasno, da je tak sistem nadzora neustrezen. SOZ zato vzpostavlja institut Nadzornega odbora za računovodstvo javnih delniških družb (Public Company Accounting Oversight Board), ki ima nalogo podeljevati licence revizijskim hišam in nadzorovati njihovo delo. Ta odbor naj bi sestavljalo 5 članov, od

katerih imata lahko največ 2 člana povezave s panogo računovodstva in revizije, nihče od članov pa ne sme biti zaposlen pri kateri od večjih revizijskih hiš.

Enron se je lahko izognil konsolidaciji podružnic in entitet s posebnim namenom, ker mu je to dovoljevalo pravilo treh odstotkov. Ob tem se zastavlja vprašanje, zakaj lahko majhna razlika v ničelnem in minimalnem deležu zunanjega lastniškega kapitala pomeni tako veliko razliko pri vključevanju v bilance. SOZ rešuje dilemo tako, da postavlja pogoje za značilnosti organizacije, ki postavlja splošno sprejete računovodske standarde. Eden od pomembnejših pogojev je hitro odzivanje na spremembe v gospodarstvu, ki zahtevajo spremembe računovodskih standardov.

SOZ določa, da podjetja ne smejo odobravati posojil svojim zaposlenim ter zahteva, da v primeru kasnejšega popravka računovodskih izkazov za pretekla obdobja managerji vrnejo delničarjem ves denar, ki so ga zaslužili s prodajo delnic pridobljenih na račun plačila z opcijami.

Pri zahtevah po razkritju pomembnih informacij SOZ nalaga SEC-u, da izda pravila, ki zahtevajo bolj podrobno razkritje izvenbilančnih transakcij ter jasno in takojšnje razkritje pomembnejših sprememb v finančnem stanju podjetja. SEC je navodilo upošteval, obenem pa je izdal zahtevo, da vodilni managerji največjih podjetij za resničnost in pravilnost razkritih finančnih informacij jamčijo z osebnim premoženjem. SOZ dodatno zahteva, da CEO in glavni finančni uradnik (chief financial officer, CFO) potrdita finančna poročila ter določa kazensko odgovornost za malomarno potrjevanje. Možnost korporacijskih goljufij naj bi se zmanjšala tudi zaradi večjega nadzora s strani SEC-a. Ker je SEC tradicionalno podhranjen s sredstvi za nadzor, SOZ določa, da se mu odobri več sredstev.

Pomembno vlogo pri korporacijskih škandalih so igrali borzni analitiki. Združenje posrednikov vrednostnih papirjev (National Association of Securities Dealers) je izdalo pravila, ki jih je potrdil SEC in se nanašajo na razkritje povezav med raziskovalno dejavnostjo in dejavnostjo investicijskega bančništva znotraj iste finančno posredniške hiše. Ta pravila tudi zahtevajo, da finančni posredniki objavijo podatke o lastništvu delnic, ki jih analitiki priporočajo, s strani le-teh. SOZ določa, da analitiki ne smejo biti podvrženi pritisku njihovih lastnih oddelkov za investicijsko bančništvo.

6. AKTUALNOST PRIMERA ENRON V SLOVENIJI – REZULTATI RAZISKAVE

Zgodba o propadu Enrona je pritegnila precej pozornosti svetovne in slovenske javnosti. Inštitut za revizijo je organiziral okroglo mizo na temo, ali se lahko primer Enron zgodi tudi v Sloveniji. Javnost je postala bolj pozorna na delovanje nadzornih svetov, nagrajevanje managerjev itd. Zato sem se odločil, da v svojem diplomskem delu izvedem raziskavo, katere namen je ugotoviti, ali v Sloveniji obstaja potencialna nevarnost korporacijskega škandala

tipa Enron. Ker gre za občutljivo temo, sem se odločil, da bom do odgovora poizkusil priti posredno, preko pridobitve stališč managerjev o elementih korporacijskega upravljanja, ki so se ob primeru Enron izkazali kot ključni. V ta namen sem sestavil vprašalnik, ki sem ga po pošti poslal 33-im predsednikom uprav podjetij iz borzne kotacije in 92-im predsednikom uprav podjetij iz prostega trga ljubljanske borze. Skupno je vprašalnik prejelo 125 predsednikov uprav slovenskih delniških družb. Za tak vzorec sem se odločil iz dveh razlogov: prvič, ker so delniške družbe, s čigar delnicami se trguje na organiziranem trgu kapitala, dolžne izpolnjevati določene standarde korporacijskega upravljanja, predvsem kar se tiče razkritja relevantnih informacij; in drugič, ker je bil vpliv kapitalskih trgov na odločitve Enronovih managerjev odločilnega pomena. Obenem sem želel s pomočjo raziskave dobiti boljši vpogled v korporacijsko upravljanje v Sloveniji kot se udejanja v praksi.

Raziskava, ki je potekala aprila 2003, je bila izvedena s pomočjo vprašalnika, ki se nahaja v prilogi 6. Na vprašalnik je odgovorilo 41 predsednikov uprav¹⁷, od tega 14 predsednikov uprav podjetij iz borzne kotacije in 27 predsednikov uprav podjetij iz prostega trga. Odzivnost je bila 32,8%, kar ob upoštevanju problematičnosti tematike ocenjujem kot zelo dobro. Menim, da daje raziskavi precejšnjo kredibilnost tudi dejstvo, da je v njej sodelovala skorajda polovica predsednikov uprav podjetij iz borzne kotacije, torej največjih slovenskih podjetij.

Vprašalnik sestavljata dva tipa vprašanj. Pri prvem tipu vprašanj so anketiranci morali izraziti stopnjo strinjanja z dano trditvijo, pri drugem tipu pa so morali označiti, kateri od danih odgovorov najboljše opisuje njihovo podjetje. Pri nekaterih vprašanjih so bili anketiranci naprošeni, da izbrano možnost dodatno opredelijo. Vprašalnik je razdeljen na 7 sklopov:

- značilnosti poslovanja podjetja
- korporacijsko upravljanje
- organizacijska kultura
- finančno poslovanje podjetja
- vpliv kapitalskega trga na poslovanje podjetij
- vloga revizijskih hiš
- splošna vprašanja.

Odgovori so bili vnešeni v Microsoft Excel, nato pa obdelani s programom SPSS for Windows. Rezultati raziskave so v obliki tabel in slik predstavljeni v prilogi 7. Pri vprašanjih, kjer so anketiranci morali izraziti stopnjo strinjanja z dano trditvijo, je rezultat podan v obliki povprečne vrednosti odgovorov. Odgovori so namreč ovrednoteni z vrednostmi od 1 do 5, odgovor »se strinjam« npr. pomeni 4 točke. Pri vsakem tovrstnem vprašanju sem seštel vrednosti odgovorov in vsoto delil s številom odgovorov. Na tak način sem dobil povprečne vrednosti odgovorov, podane pa so tudi vrednosti standardnih odklonov, ki merijo stopnjo

¹⁷ Dopuščam možnost, da so predsedniki uprav vprašalnik posredovali drugi osebi iz vrst vodilnega managementa, za katero so ocenili, da je sposobna kredibilno odgovoriti na vprašalnik.

strinjanja med anketiranci. Povprečna vrednost odgovora 3 pomeni, da so anketiranci do trditve nevtralni, vrednost višja od 3, da se strinjajo, nižja od 3 pa, da se ne strinjajo. Pri vprašanjih, kjer so anketiranci morali izbrati odgovor, ki najbolje opisuje njihovo podjetje, je rezultat podan v obliki frekvenčne porazdelitve.

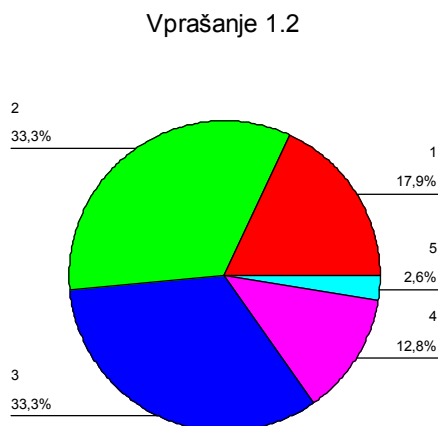
Zadnji del vprašalnika vsebuje vprašanja o spolu in starosti anketiranca, vrsti kotacije (borzna kotacija, prosti trg), dejavnosti podjetja, lastništvu (zunanje, notranje), velikosti in finančnem stanju podjetja ter deležu izvoza v celotni prodaji. Večina (34) anketirancev je moških, njihova povprečna starost je 46 let. Kakor je bilo že omenjeno, je na vprašalnik odgovorilo 14 predsednikov uprav podjetij iz borzne kotacije in 27 predsednikov uprav podjetij iz prostega trga. V vzorcu prevladujejo proizvodna podjetja (21), sledijo storitvena (13) ter podjetja, ki se ukvarjajo s finančnimi dejavnostmi (7). Velika večina podjetij je v večinski zunanji lasti (35), 5 jih je v notranji, 1 podjetje pa ima isti delež zunanjih in notranjih lastnikov. V povprečju je v podjetjih zaposlenih 1035 ljudi, vendar je precejšnja razlika v številu zaposlenih med podjetji z borzne kotacije (v povprečju 1804 zaposleni) in podjetji s prostega trga (v povprečju 266 zaposlenih). Večina podjetij je povprečno donosnih (19), donosnih je 11, zelo donosnih je 7, izgubo pa imajo 4 podjetja. V povprečju podjetja ustvarijo z izvozom 43,5% prihodkov od prodaje. Podjetja iz prostega trga so bolj izvozno naravnana, saj z izvozom ustvarijo 52% prihodkov od prodaje, podjetja iz borzne kotacije pa 35,7%.

6.1 Značilnosti poslovanja podjetja

Z vprašanji iz tega razdelka sem skušal pridobiti stališča managerjev o nekaterih značilnostih poslovanja njihovih podjetij. Te značilnosti obravnavajo odnos do vpliva reguliranosti posamezne panoge na poslovanje podjetij, finančno pomoč strankam pri nakupu, pomembnost dobrega imena podjetja ter ukvarjanje s finančnimi dejavnostmi. Obenem me je zanimalo, kakšno je mnenje managerjev o tem, kako predstavniki zunanjih lastnikov vidijo njihovo etičnost (etičnost managerjev).

Anketiranci so v povprečju menili, da ob manjši reguliranosti njihove dejavnosti njihova podjetja ne bi poslovala niti bolje niti slabše. Vendar precej velik standardni odklon nakazuje, da si pri tem stališču niso bili enotni, kar potrjuje bolj podroben pregled odgovorov. Zgolj 13 anketirancev (33,3%) je menilo, da manjša reguliranost panoge ne bi imela posebnega vpliva na poslovanje njihovih podjetij, prav toliko pa se jih strinja s trditvijo 1.1 (glej Pril. 6, Vprašanje 1.1). Med slednjimi je 6 anketirancev, ki ocenjujejo, da je njihovo podjetje nadpovprečno donosno in 2, ki ocenjujeta, da je zelo nadpovprečno donosno. Slika 1 prikazuje, kakšen delež podjetij izvaja dejavnosti v smeri manjše regulative s strani države ali njenih institucij (glej Pril. 6, Vprašanje 1.2).

Slika 1: Izvajanje dejavnosti s strani podjetij v smeri manjše regulative s strani države ali njenih institucij



Vir: Lastna raziskava.

48,7% podjetij, torej slaba polovica, izvaja dejavnosti v smeri manjše regulative s strani države ali njenih institucij. Večina podjetij, ki izvaja te dejavnosti, jih izvaja občasno (33,3% vzorca). Postavlja se vprašanje o racionalnosti 9-ih podjetij, ki v določeni meri izvajajo dejavnosti v smeri manjše regulative s strani države, čeprav njihovi predsedniki uprav niso mnenja, da bi njihovo podjetje bolje poslovalo, če bi bila njihova dejavnost manj regulirana. 62,5% podjetij svojim strankam nudi neko vrsto finančnih spodbud. Med temi podjetji jih največ, 11 (27,5% vzorca), tako kreditira svoje stranke kakor tudi pomaga pri nakupu narediti finančno konstrukcijo plačila. Anketiranci pripisujejo velik pomen dobremu imenu podjetja. Kar 23 jih je odgovorilo, da je njihovim podjetjem dobro ime zelo pomembno. Zanimivo je, da je šestim anketirancem (15% vzorca) dobro ime zelo nepomembno. Tema nadaljnjih raziskav bi lahko bila koliko in kako za dobro javno podobo podjetij skrbijo nadzorni sveti, saj je to po Kriterijih za izvolitev, delo in nagrajevanje predsednikov in članov nadzornih svetov, ki jih je izdalo Združenje članov nadzornih svetov, ena od njihovih nalog. Dobra polovica podjetij (21) se ukvarja s finančnimi dejavnostmi. Ker je med njimi 7 podjetij, ki so po svoji naravi finančni posredniki, to pomeni, da se s finančnimi dejavnostmi ukvarja 14 proizvodnih in storitvenih podjetij. Od teh 14 podjetij jih 8 trguje z vrednostnimi papirji, ostalih 6 pa se ukvarja z drugimi finančnimi dejavnostmi. Zanimivo bi bilo vedeti, ali teh 8 podjetij trguje z vrednostnimi papirji z namenom prevzemanja ali špekuliranja, vendar bi tovrstna analiza preseгла okvir moje raziskave. Pri zadnjem vprašanju v prvem sklopu so si bili anketiranci dokaj enotni, da zunanji lastniki menijo, da njihova (managerska) etičnost ni niti na visokem niti na nizkem nivoju. Menim, da obstaja možnost, da so managerji lastno etičnost ocenili nekoliko previsoko in da bi anketa med zunanjimi lastniki lahko dala drugačne rezultate.

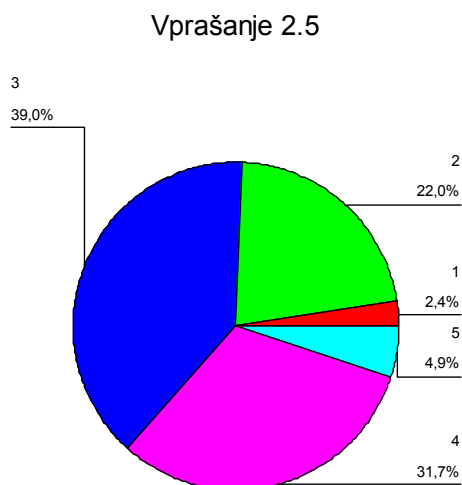
6.2 Korporacijsko upravljanje

Drugi sklop vprašalnika, ki vsebuje vprašanja o korporacijskem upravljanju v praksi, je najbolj obširen. Obsega 16 vprašanj, ki se nanašajo na stališče managerjev o:

- transparentnosti poslovanja slovenskih podjetij
- vlogi slovenskega sistema korporacijskega upravljanja pri zagotavljanju poštenosti poslovanja slovenskih podjetij
- moči in vplivu managerjev in nadzornih svetov
- razkritju prihodkov in finančnih povezav članov uprav in nadzornih svetov
- delovanju v interesu podjetja kot celote
- strukturi nadzornih svetov
- konsolidaciji poslovnih izidov podjetij in podružnic, ki jih imajo slovenska podjetja v tujini ter konsolidaciji poslovnih izidov kapitalsko povezanih družb doma in na tujem, v poslovni izid matičnega podjetja
- nadzoru kapitalsko povezanih družb s strani nadzornih svetov
- revizijskih odborih
- intenzivnosti izvajanja lastniških oziroma nadzornih funkcij s strani institucionalnih lastnikov
- prisotnosti zunanjih revizorjev na skupščinah delničarjev.

Pri vprašanju o transparentnosti poslovanja slovenskih podjetij se anketiranci niso posebej opredeljevali, nekatere prejšnje raziskave, npr. Gregorič (2003), pa so pokazale, da je poslovanje slovenskih podjetij netransparentno. Po mnenju anketirancev slovenski sistem korporacijskega upravljanja nima posebnega vpliva na poštenost poslovanja slovenskih podjetij, torej na poštenost odločitev njihovih managerjev. Zagotavljanje poštenosti poslovanja podjetja je po številnih evropskih kodeksih ena od nalog nadzornih svetov, zgoraj omenjeno managersko stališče pa kaže na to, da so managerji precej prepuščeni svoji etični zavesti. Ker je bilo ob vprašanju 1.6 ugotovljeno, da managerji nimajo posebej visokega mnenja o svoji etičnosti, bi lahko sklepali, da predstavlja etičnost poslovanja slovenskih managerjev potencialni problem. Managerji pravijo, da sta njihova moč in vpliv primerna. Gregoričeva (2003) je ugotovila, da je vpliv managerjev v Sloveniji prevelik, njena metoda proučevanja pa je vključevala analizo uporabe glasovalnih mehanizmov, ki naj bi jih managerji izrabljali v svojo korist. Menim, da obstaja možnost, da so bili anketiranci pri odgovarjanju pristranski, saj so izražali mnenje o lastni moči in vplivu. Anketiranci so mnenja, da sta moč in vpliv nadzornih svetov primerna. Slika 2 prikazuje odnos anketirancev do zahtev po razkritju dohodkov in finančnih povezav članov uprav in nadzornih svetov.

Slika 2: Odnos anketirancev do zahtev po razkritju dohodkov in finančnih povezav članov uprav in nadzornih svetov



Vir: Lastna raziskava.

Do vprašanja o razkritju podatkov o prihodkih in finančnih povezavah članov uprav in nadzornih svetov se je opredelilo dobrih 60% anketirancev (25), med katerimi jih je zgolj deset (24,4% vzorca) nasprotovalo ali zelo nasprotovalo večjim zahtevam po razkritju.

Analiza vprašanja o interesih, ki naj bi jih zasledovali managerji, je prinesla rezultat, ki je negativno presenetil. Kar 43% anketirancev ni odgovorilo, da morajo managerji zasledovati interese gospodarske družbe kot celote, čeprav je ta zahteva eksplicitno zapisana v Zakonu o gospodarskih družbah. To kaže na neprimerno predstavo managerjev o lastni vlogi. Obenem tak rezultat sugerira problematičnost odnosa med principalom in agentom; teorija namreč pravi, da so managerji agenti principalov, v okviru moje raziskave pa je samo 1 anketiranec odgovoril, da morajo managerji zasledovati samo interese lastnikov. Tabela 1 prikazuje prepričanje slovenskih managerjev o tem, katere cilje morajo zasledovati vodilni managerji.

Tabela 1: Prepričanje slovenskih managerjev o tem, katere cilje morajo zasledovati vodilni managerji

Vodilni managerji morajo delovati tako, da zasledujejo interese (delež odgovorov v %)	
Gospodarske družbe kot celote	57,1
Samo lastnikov	2,4
V enaki meri interese lastnikov in zaposlenih	35,7
Interese lastnikov v manjši meri, interese zaposlenih v večji meri	4,8
Samo interese zaposlenih	0,0
Predvsem svoje interese	0,0

Vir: Lastna raziskava.

Dobra polovica anketirancev meni, da je struktura slovenskih nadzornih svetov ustrezna, 42,5% pa jih meni, da bi v njih moralo biti več predstavnikov imenovanih s stranih

delničarjev. Ob tem se zastavlja vprašanje, zakaj si managerji v nadzornih svetih želijo več predstavnikov lastnikov; ena od možnih razlag je, da predstavniki imenovani s strani svetov delavcev slabo opravljajo svoje delo, druga pa, da predstavniki zaposlenih bolj intenzivno izvajajo svojo nadzorno vlogo, česar si managerji ne želijo. Zadnja možnost je manj verjetna, saj managerji povečujejo svojo moč z zbiranjem glasov po pooblaščenju ravnajo od zaposlenih, kot ugotavlja Gregorič (2003). Ni posebej verjetno, da bi zaposleni podpirali management in povečevali njegovo moč, nato pa ga intenzivno nadzorovali. Na področju delavskega zastopništva v nadzornih svetih je pred kratkim prišlo do spremembe zakonodaje. Tako je delavsko zastopništvo v nadzornih svetih sedaj omejeno na polovico članov nadzornega sveta.

41,5% podjetij v vzorcu ima podjetje ali podružnico v tujini, največ (24,4% vzorca) jih ima oboje. Podružnice v tujini je moč izrabljati za lastne interese managerjev, kot se je pred kratkim pokazalo v primeru Mure. Delež sam o dejanskih možnostih za delovanje managementa v nasprotju z interesi delničarjev ne pove ničesar, verjetno gre bolj na račun precejšnje izvozne naravnosti podjetij v vzorcu. 70% podjetij v vzorcu ima kapitalsko povezane družbe, od tega 39% tako doma kot v tujini, 26,8% samo doma in 2% samo v tujini. Kapitalsko povezane družbe lahko navežemo na Enron, saj je ta transakcije za napihovanje vrednosti sredstev in dobička izvajal z domnevno neodvisnimi entitetami, ki so bile dejansko kapitalsko povezane družbe ali v lasti kapitalsko povezanih družb, katerih mu ni bilo potrebno konsolidirati. Ameriški računovodski standardi so določali, da podjetju ni treba konsolidirati podružnic, v katerih ima največ 50% lastninski delež. Slovenski računovodski standardi (v nadaljevanju SRS) določajo, da ima obvladujoče podjetje v pridruženem podjetju pomemben vpliv, če je udeleženo v njegovem kapitalu z najmanj 20% (SRS, 2001, str. 63). Za skupino s pridruženim podjetjem (pridruženimi podjetji) mora obvladujoče podjetje sestaviti skupinske računovodske izkaze. V njih so pridružena podjetja upoštevana po kapitalski metodi (SRS, 2001, str. 63). Štiri podjetja, ki imajo kapitalsko povezane družbe doma, in eno podjetje, ki ima kapitalsko povezane družbe v tujini, njihovega poslovanja ne prikazuje v letnem poročilu. Od 29 podjetij, ki imajo kapitalsko povezane družbe, pa jih 18, torej dobrih 60%, poslovanje kapitalskih družb v celoti konsolidira v poslovni izid matičnega podjetja. Delež podjetij, ki ne prikazujejo poslovanja kapitalsko povezanih družb, je relativno majhen, tako da lahko sklenem, da ne gre za pravilo. Poleg tega nadzorni sveti po mnenju anketirancev ustrezno nadzorujejo poslovanje kapitalsko povezanih družb. Tabela 2 prikazuje politiko konsolidiranja kapitalsko povezanih družb v podjetjih zajetih v vzorec.

Tabela 2: Politika konsolidiranja kapitalsko povezanih družb

Poslovanje kapitalsko povezanih družb prikazujete v letnem poročilu (delež odgovorov v %)	
Da, njihov poslovni izid v celoti konsolidiramo v poslovni izid matičnega podjetja	64,3
Da, njihov poslovni izid deloma konsolidiramo v poslovni izid matičnega podjetja	10,7
Da, a njihov poslovni izid ne konsolidiramo in ga prikažemo ločeno	7,1
Ne	17,9

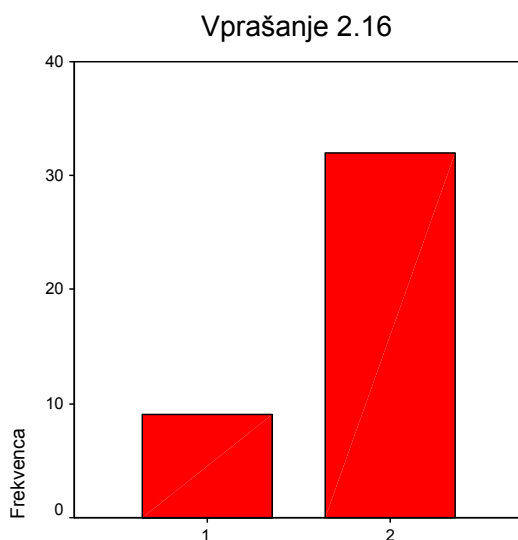
Vir: Lastna raziskava.

Revizijski odbori¹⁸ so v slovenskih podjetjih redkost, saj ga ima 5 podjetij, 2 podjetji pa ga nameravata uvesti. Slovenska podjetja torej nimajo posebnih neodvisnih organov, ki naj bi skrbeli za ustreznost notranje revizije. Anketiranci iz podjetij, kjer imajo revizijske odbore, menijo, da ti delujejo ustrezno. Smiselno je, da so člani revizijskega odbora pretežno člani nadzornega sveta, ki imajo ustrezno znanje na področju računovodstva in financ. V večini primerov v mojem vzorcu je tako, saj so samo v enem revizijskem odboru samo zunanji strokovnjaki. Člani revizijskih odborov so večinoma finančno neodvisni od podjetja.

Vprašanje 2.15 se nanaša na intenzivnost izvajanja lastniških oziroma nadzornih funkcij s strani institucionalnih lastnikov (glej Pril. 6, Vprašanje 2.15). V skoraj 90% podjetij v vzorcu dajejo soglasje k strategiji in viziji in spremljajo izvajanje strategije. Izvajanje in intenzivno izvajanje sta prisotna v približno enakem obsegu. Pregledovanje periodičnih poročil intenzivno izvaja 61,5% institucionalnih investitorjev, kar je relativno malo. Položaj je boljši pri pregledovanju letnih poročil, saj to intenzivno izvaja 74,4% institucionalnih investitorjev. Ta odstotek bi moral biti višji. Letno poročilo je namreč osnovni dokument, s katerim razpolagajo lastniki in na osnovi katerega oblikujejo svoje odločitve. Svetovalna vloga institucionalnih investitorjev je prisotna, a ni izrazita.

Slika 3 prikazuje število skupščin delničarjev, na katerih se obravnava letno poročilo ob prisotnosti zunanjega revizorja. Odgovor 1 pomeni, da je zunanji revizor prisoten; odgovor 2, da ni.

Slika 3: Prisotnost zunanjega revizorja na skupščinah delničarjev, na katerih se obravnava letno poročilo



Vir: Lastna raziskava.

¹⁸ Revizijski odbor je organ, ki naj bi bil oblikovan v okviru nadzornega sveta. Sestavljali naj bi ga predvsem člani nadzornega sveta, priporočljivo pa je, da je v njem tudi predstavnik zunanje revizorske hiše. Skrb revizijskih odborov je ustreznost notranjih kontrol in zanesljivost ter pravilnost finančnih poročil.

Glede na to, da zunanjega revizorja imenuje skupščina delničarjev, bi bil ta lahko pomemben dejavnik nadzora nad managementom. Prisoten je na 22% skupščin delničarjev, na katerih se obravnava letno poročilo, kar ocenjujem kot nezadosten delež. Zunanji revizor bi namreč lahko na teh skupščinah pojasnil delničarjem postopek in rezultate revizije ter utemeljil svoje mnenje. Zakon o gospodarskih družbah določa, da mora biti zunanji revizor prisoten na seji nadzornega sveta, ko se obravnava letno poročilo, morda pa bi bilo smiselno, da bi priporočilo o prisotnosti zunanjega revizorja na tej skupščini vseboval kodeks korporacijskega upravljanja, ki je v pripravi.

6.3 Organizacijska kultura

Sklop vprašanj o organizacijski kulturi je namenjen ugotavljanju, kako je z nekaterimi elementi organizacijske kulture, ki so bili pri Enronu izrazito izpostavljeni, v slovenskih podjetjih. Enron je bil namreč podjetje z izrazito zmagovalno kulturo, kjer je bilo vse naravnano k doseganju najboljših rezultatov. Zaposleni so bili vrednoteni, napredovani in odpuščeni glede na osebni prispevek k poslovnemu izidu. Organizacijske kulture podjetij v vzorcu imajo nekatere podobnosti z Enronovo, vendar v precej majhni meri. Pripombe in pomisleki zaposlenih so običajno upoštevani, tako da lahko rečemo, da pri slovenskih podjetjih ne gre za »diktaturo managementa«. Pri vprašanih, ki se nanašajo na doseganje nadpovprečnih rezultatov ob nadpovprečnem tveganju, povprečna vrednost odgovora kaže, da slovenski managerji niso nagnjeni k tveganju. Vendar pa je pri obeh vprašanih polovica anketirancev izbrala odgovor »se strinjam«, kar kaže na relativno visoko pripravljenost sprejeti tveganje, ki naj bi prinašalo nadpovprečne rezultate. Podjetja v vzorcu so še najbližje Enronu kar se tiče prispevka posameznika k poslovnemu izidu. Anketiranci se strinjajo, da je napredovanje oziroma obstoj posameznika v podjetju vezano na prispevek k poslovnemu izidu. Skoraj polovica anketirancev se strinja, da je organizacijska kultura v njihovih podjetjih kultura zmagovalcev, druga polovica pa je nevtralna. Postavlja se vprašanje, kako anketiranci razumejo kulturo zmagovalcev, in ali niso morda menili, da bi odgovor »se ne strinjam« pomenil, da je za njihovo podjetje značilna kultura »poražencev«.

6.4 Finančno poslovanje podjetja

Vprašanja v tem sklopu se nanašajo na stališča managerjev o:

- maksimizaciji tržne vrednosti podjetja kot cilju poslovanja
- povečevanju dobička na delnico kot cilju poslovanja
- uporabi izvedenih finančnih instrumentov (derivativov)
- nagrajevanju managerjev z delnicami in opcijami na delnice
- dolžniškemu financiranju z obveznicami
- pomembnosti finančne bonitete

- popravljanju finančnih izkazov za pretekla obdobja
- najemanju posojil in storitev investicijskega bančništva pri isti finančni instituciji oziroma banki.

Finančna teorija pravi, da je cilj poslovanja podjetja maksimizacija tržne vrednosti podjetja. Dobra polovica anketirancev je označila ta cilj kot pomemben, tretjina pa jih je bila nevtralnih ali so bili mnenja, da ta cilj ni pomemben. Taka razporeditev odgovorov ni v skladu s pričakovanji finančne teorije, po drugi strani pa je v skladu s pričakovanji o ciljih poslovanja slovenskih podjetij. Mramor in Valentinčič (2001) ugotavljata, da je glavni cilj poslovanja slovenskih podjetij maksimizacija plač, medtem ko cilj maksimizacije tržne vrednosti podjetja ne zasledujejo. Odgovor je bil pričakovan tudi zato, ker v Sloveniji plačilo managerjem v večini primerov ni vezano na uspešnost podjetja. V tujini, predvsem ZDA, je nagrajevanje povezano z uspešnostjo zelo prisotno, saj naj bi se na tak način zbližali interesi delničarjev in managerjev. Običajno je kriterij uspešnosti cena delnice, kar pa v Sloveniji ne bi bilo najbolj ustrezno, saj trg kapitala ni učinkovit (o tem več v nadaljevanju). Kriterij cene delnice ni neproblematičen, saj lahko pripelje do sledenja visoki ceni delnice ob istočasnem potvarjanju ekonomske realnosti, kot se je izkazalo v primeru Enron. Povečevanje dobička na delnico je anketirancem pomembno, glavni razlog pa je verjetno dejstvo, da slovenska podjetja večino naložb financirajo iz zadržanih dobičkov, kot ugotavljata Mramor in Valentinčič (2001).

Tabela 3 prikazuje uporabo izvedenih finančnih instrumentov (derivativov) podjetij v vzorcu.

Tabela 3: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov (derivativov)

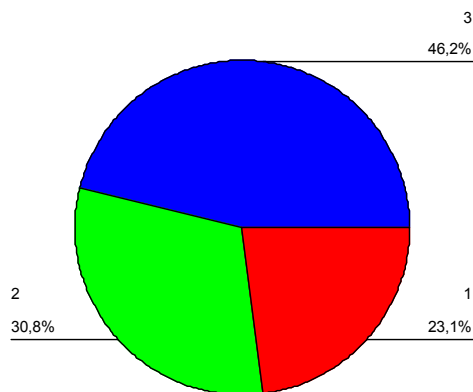
Vaše podjetje uporablja ali namerava v kratkem začeti uporabljati izvedene finančne instrumente (derivative, kot so nakupne in prodajne opcije, termske pogodbe itd.) (delež odgovorov v %)	
Jih že uporablja	31,7
Jih še ne uporablja, a jih v kratkem namerava začeti uporabljati	9,8
Jih še ne uporablja, a razmišlja o njihovi uporabi	19,5
Jih ne uporablja in ne razmišlja o njihovi uporabi	39,0

Vir: Lastna raziskava.

31,7% podjetij v vzorcu že uporablja derivative, nadaljnjih 29,3% jih namerava v kratkem začeti uporabljati ali razmišlja o njihovi uporabi. Uporaba derivativov je povezana s knjiženjem po tržni vrednosti in knjiženjem bodočih prihodkov. SRS določajo, da morajo podjetja v primeru, da je tržna vrednost sredstev nižja od knjigovodske, njihovo vrednost slabiti (popraviti navzdol), v primeru, da je višja, pa lahko njihovo vrednost krepijo (popravijo navzgor) samo, če to dovoljuje njihov interni pravilnik o računovodstvu (SRS, 2001, str. 62). Knjiženja bodočih prihodkov SRS ne dopuščajo, zahtevajo pa, da podjetje objavi v letnem poročilu, da je sklenilo pogodbo, ki bo za posledico imela bodoče prihodke. Odgovori na vprašanje, če podjetja objavljajo v letnih poročilih, da uporabljajo derivative, so negativno presenetili (glej Pril. 6, Vprašanje 4.4; glej Pril. 7, Tab. 35). Prikazani so v sliki 4.

Slika 4: Objavljanje uporabe derivativov v letnih poročilih

Vprašanje 4.4

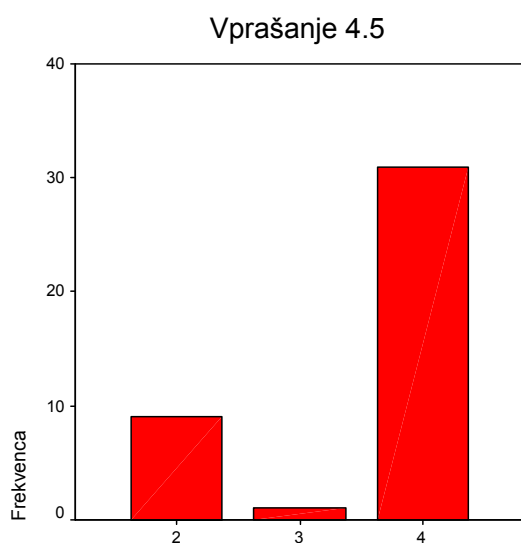


Vir: Lastna raziskava.

Samo 23% anketirancev je izjavilo, da njihova podjetja objavljajo, da uporabljajo derivative in kakšnim tveganjem se s tem izpostavljajo. Kar 46% podjetij, ki uporabljajo derivative, ne objavlja, da jih uporabljajo. Lahko rečemo, da je neobveščanje investorjev o tveganosti uporabe derivativov norma. S tega vidika obstaja v Sloveniji določena nevarnost za škandal tipa Enron. Vendar, glede na globino trgov in razvitost finančnih instrumentov v Sloveniji, menim, da v bližnji prihodnosti tovrstnih škandalov še ni pričakovati. Vsekakor bi bilo smiselno, da Agencija za trg vrednostnih papirjev preventivno uvede standard o objavljanju uporabe derivativov v letnih poročilih.

V Sloveniji nagrajevanje managerjev povezano z uspešnostjo še ni prisotno v pomembnejši meri. Obstajajo »Kriteriji za individualne pogodbe o zaposlitvi managerjev« (Gregorič, 2003, str. 177), kjer so zapisana osnovna pravila za oblikovanje individualnih managerskih pogodb. Ta pravila okvirno urejajo managersko soudeležbo pri dobičku. Pravila priporočajo, da je udeležba odvisna od dejanskega izvajanja nalog in funkcij posameznega managerja, od donosa na lastniški kapital, povečanja lastniškega kapitala in od ostalih finančnih kazalcev. Soudeležba pri dobičku predsednika uprave naj ne bi presegala 30% njegove letne plače. Ostali člani uprave naj bi bili upravičeni do nižjega deleža, ki mora biti v skladu z njihovimi nalogami. Delež dobička je lahko izplačan v delnicah, denarju, ali kombinaciji obojega, izplačilo je lahko zadržano. SRS nagrajevanje managementa z delnicami ne obravnavajo kot strošek. Zanimalo me je, kako se nagrajevanje managerjev z delnicami in opcijami na delnice izvaja v praksi. Rezultati na to vprašanje so predstavljeni na sliki 5. Odgovor 2 pomeni, da so managerji nagrajeni z delnicami, 3 z opcijami, 4 pa niti z delnicami niti z opcijami.

Slika 5: Nagrajevanje managerjev z delnicami ali opcijami



Vir: Lastna raziskava.

V 22% podjetij v vzorcu so managerji nagrajeni z delnicami, v 2,4% (enem podjetju) pa z opcijami na delnice. Rezultati potrjujejo domnevo, da nagrajevanje v teh oblikah še ni prisotno, posledica pa je, da med plačilom managerjem in ceno delnice njihovega podjetja ni povezave. Managerji tako niso posebej motivirani k delovanju v smeri povečevanja cene delnice njihovega podjetja, obstaja pa možnost, da je plačilo na kakšen drug način povezano z uspešnostjo.

Zanimalo me je tudi, ali slovenska podjetja izdajajo obveznice, saj je dolžniško financiranje po Jensenovi teoriji prostega denarnega toka eden od možnih mehanizmov nadzora nad managerji. Mramor in Valentinčič (2001) sta ugotovila, da so slovenska podjetja pretežno financirana z lastniškim kapitalom. Rezultati moje raziskave so pokazali, da je obveznice do sedaj izdalo 9 podjetij (22% vzorca), 70% pa jih ne razmišlja o izdaji. Glede na ta rezultat bi lahko sklepali, da dolžniško financiranje v Sloveniji ni pomemben mehanizem nadzora. Obstaja tudi možnost, da je zaradi nerazvitosti kapitalskega trga v Sloveniji obvezniško financiranje predrago. Podjetjem v vzorcu je finančna boniteta pomembna oziroma zelo pomembna, saj je povprečna vrednost odgovora znašala 4,54. Sklepam, da si managerji prizadevajo dosežati in/ali ohranjati visoko finančno boniteto, menim pa, da je primarni razlog bolj kot dostopnost do virov dolžniškega, predvsem bančnega financiranja, ohranjanje likvidnosti pri izvajanju tekočega poslovanja. Samo 7,3% podjetij v vzorcu je moralo popraviti računovodske izkaze za pretekla obdobja, torej množično prirejanje izkazov v Sloveniji ni prisotno. 40% podjetij v vzorcu najema storitve investicijskega bančništva, od tega 62,5% pri tisti instituciji, ki ji izdaja posojila. V ZDA se je izkazalo, da so banke brez potrebne skrbnosti izdajale sporna posojila, pri katerih je bila verjetnost neplačila precejšnja, z namenom, da bi pridobile donosne posle investicijskega bančništva. Glede na visok delež podjetij, ki obe vrsti storitev najemajo pri isti instituciji, bi to lahko bil problem tudi v

Sloveniji, vendar menim, da zaradi majhne konkurenčnosti v bančnem sektorju do tega ne bo prišlo.

6.5 Vpliv kapitalskega trga na poslovanje podjetij

S tem sklopom vprašanj sem želel ugotoviti, kako managerji ocenjujejo delovanje trga kapitala v Sloveniji in kako trg kapitala vpliva na njihove odločitve. Zato sem skušal pridobiti stališča managerjev o:

- učinkovitosti trga kapitala
- vlogi trga kapitala pri sprejemanju managerskih odločitev
- povezanosti cene delnice podjetja z zasledovanjem cilja visokega donosa na kapital
- kritičnosti udeležencev trga kapitala.

Povprečna vrednost odgovorov na trditev, da so cene delnic na slovenskem kapitalskem trgu v tesni povezavi s pričakovanimi poslovnimi izidi, je 2,41; 22 anketirancev (53,6% vzorca) pa se s to trditvijo ni strinjalo. Takšni odgovori sugerirajo, da je verjetnost prirejanja računovodskih izkazov v Sloveniji majhna, saj managerji za to nimajo pravega motiva. Po njihovem mnenju boljši pričakovani poslovni izidi ne bodo imeli posebnega vpliva na cene delnic, obenem pa njihovo plačilo ni vezano na cene delnic. Povprečna vrednost odgovorov na trditev, da si njihovo podjetje prizadeva ustreči zahtevam trga kapitala, je 3,41. 20 anketirancev se je strinjalo s to trditvijo, 19 pa jih je bilo nevtralnih. Ker so managerji mnenja, da trg kapitala ni učinkovit, obstaja možnost, da so to trditev razumeli kot izpolnjevanje formalnih pogojev za kotacijo in izpolnjevanje zahtev po razkritju informacij. V ZDA so si managerji v zadnjih letih izrazito prizadevali za zadostitev zahtev trga kapitala v smislu doseganja napovedi poslovnih izidov, ki so jih dajali borzni analitiki. Tretja trditev v tem sklopu je po vsebini podobna prvi, saj pravi, da bi intenzivno zasledovanje cilja visokega donosa na kapital imelo pomemben vpliv na ceno delnice anketirančevega podjetja. Povprečna vrednost odgovora 3,24 ne odkriva, da se je 24 anketirancev (58,5%) strinjalo s to trditvijo. Visok donos na kapital je mogoče doseči le ob relativno visokem tveganju, in menim, da je mnenje managerjev, da bodo na ceno njihove delnice imeli vpliv predvsem tvegani projekti, nevarno. V prihodnosti bi ob večji prisotnosti nagrajevalnih shem vezanih na ceno delnice lahko prišlo do tega, da bi managerji z namenom vplivanja na višjo ceno delnice izvajali predvsem tvegane projekte, kar bi lahko postalo problematično. Managerji o kritičnosti udeležencev trga kapitala do števil v letnih poročilih nimajo posebej izdelanega stališča. Zato menim, da analitiki in ostali udeleženci trga kapitala dejansko niso dovolj kritični, saj bi kakršno koli kritičnost managerji po vsej verjetnosti dobro zaznali. V ZDA so udeleženci kapitalskega trga s svojo nekritičnostjo pomembno prispevali k napihovanju cen delnic in kasnejši recesiji, zanimivo pa bo opazovati, kako bo s tem v Sloveniji v prihodnosti.

6.6 Vloga revizijskih hiš

V ZDA so revizijske hiše precej prispevale h korporacijskim škandalom. Težava je bila v tem, da so bile povržene nasprotju interesov, saj so strankam, ki so jih revidirale, tudi svetovale. Zaradi tega nasprotja svoje primarno poslanstvo – preverjanje učinkovitosti notranjih kontrol ter zanesljivosti in smiselnosti finančnih poročil – niso več opravljale dobro. Večina sprememb regulativnih pravil je šla v smeri ločitve svetovanja in revidiranja, zmanjševanja povezanosti med revizijsko hišo in njenimi strankami, preoblikovanjem računovodskih standardov itd. Zato me je zanimalo, kaj managerji menijo o kvaliteti finančnih poročil slovenskih podjetij, ali je prepletenost svetovanja in revidiranja prisotna tudi v Sloveniji ter kaj managerji menijo o računovodskih standardih in delu revizorjev.

S trditvijo, da so letna poročila v Sloveniji realna in poštena slika njihovega poslovanja, se je strinjalo 24 anketirancev (58,6% vzorca). 14 jih je bilo nevtralnih, povprečna vrednost odgovorov pa je znašala 3,56. Verjetno managerjem ni znanih veliko letnih poročil in so se do te trditve opredeljevali predvsem na podlagi lastnih izkušenj z oblikovanjem letnega poročila, zato preseneča, da stopnja strinjanja ni višja. Za 78% podjetij v vzorcu velja, da njihova izbrana revizijska hiša izvaja samo revizijske storitve, torej revidiranje prepleteno s svetovanjem v Sloveniji ni prisotno. Večina (63%) anketirancev je mnenja, da morajo biti računovodski standardi oblikovani kot sistem pravil. V ZDA so v veljavi Splošno sprejeta računovodska načela (Generally Accepted Accounting Principles, GAAP), ki so po svoji naravi kompleksen sistem pravil. Ta pravila je bilo moč zaobiti, poleg tega pa niso sledila spremembam v gospodarski stvarnosti. Izkazalo se je, da v hitro razvijajočem, tehnološko intenzivnem in finančno inovativnem gospodarstvu računovodska pravila ne smejo biti preveč toga in da je bolje, da so izkazi oblikovani v duhu splošnih načel. Na tak način se je moč izogniti sledenju pravilom ob istočasnem neupoštevanju ekonomske realnosti. Slovensko gospodarstvo (še) ni na nivoju, ki bi bil primerljiv z ameriškim, zato je morda sistem računovodskih standardov, ki je po svoji naravi sistem pravil, kar ustrezen. Managerji so se za tak odgovor morda odločili zato, ker jim je lažje razumeti izkaze, če so oblikovani v skladu z določenimi pravili. Glede ustanovitve posebnega organa za nadzor nad upoštevanjem računovodskih standardov so managerji nevtralni. Za to naj bi v Sloveniji že skrbel Inštitut za revizijo in anketiranci očitno niso mnenja, da bi potrebovali še dodaten organ. V očeh managerjev revizorji v Sloveniji dobro opravljajo svoje delo, saj se jih je 56% strinjalo, da revizorji delujejo kot bi morali, 29% pa jih je bilo nevtralnih.

SKLEP

V ekonomiji že dolgo velja postulat, da so vsi subjekti »homo economicus-i« in da maksimizirajo njim pomembno kategorijo. Čeprav so managerji v prvi vrsti agenti lastnikov, so obenem homo economicus-i, ki maksimizirajo lastno koristnost. Zato se je razvila znanost o korporacijskem upravljanju, ki proučuje mehanizme, ki zagotavljajo, da managerji delujejo

v korist lastnikov. Ti mehanizmi so: pravna zaščita, koncentracija lastništva, prevzemi, pogodbe s spodbudami itd.

Pri primeru Enron se je izpostavilo, da ameriški sistem korporacijskega upravljanja nima nadzornih mehanizmov, primernih za novo gospodarsko stvarnost nove ekonomije. Trg kapitala, ki je pred Enronom veljal za institucijo nadzora, ki nagrajuje uspešno poslovanje in kaznuje neuspešnost, je v obdobju nove ekonomije managerje spodbujal k povečevanju računovodsko izkazanega dobička za vsako ceno. Enronovi managerji so s pomočjo revizorjev Arthurja Andersena in finančnih institucij z Wall Streeta izumljali kompleksne finančne instrumente z namenom izogibanja regulaciji ter manipuliranja z računovodsko izkazanem dobičkom, pri čemer niso bili osamljeni. Računovodski standardi so dovoljevali ustanavljanje nekonsolidiranih podružnic, ki jih je Enron ustanavljal za prenos dolga in za transakcije, namenjene napihovanju dobičkov. Poleg tega je Enron deloval na nereguliranih novonastalih trgih energentov in izvedenih finančnih instrumentov (derivativov), kjer je udeležence disciplinirala zgolj nevidna roka trga. Ti trgi nikoli niso dosegli transparentnosti, saj je bil Enron na njih dovolj pomemben igravec, da je lahko določal pravila. Trg kapitala je nekritično visoko vrednotil Enronovo delnico, kljub temu, da je šlo za podjetje, ki je izvajalo neregulirane dejavnosti, izkazovalo nenavadno visoko povečanje prihodkov ob istočasnem skromnem povečanju dobička ter uporabljalo izrazito kompleksne finančne instrumente. Managerji so imeli močne interese in proste roke, da z vsemi sredstvi poskrbijo za kratkoročno povečevanje cene delnice, saj se je tako povečevala vrednost njihovih opcij. V Enronu je odpovedal sistem notranjih kontrol, saj so bili člani revizijskega odbora nekompetentni in vpleteni v nasprotje interesov. Primer Enron je opozoril na številna nasprotja interesov: revizijske hiše kot revizorji in svetovalci obenem; banke kot posojilodajalke in investicijski bankirji; prehajanje uslužbencev med revizijsko hišo in revidirano stranko; finančne povezave članov direktorskega odbora s podjetjem in njegovim managementom.

Po Enronu in ostalih korporacijskih škandalih, ki so načeli tudi Bushevo administracijo, je bila v ZDA sprejeta obsežna nova zakonodaja v obliki Sarbanes-Oxleyevega zakona. Obenem sta newyorška borza in agencija za trg vrednostnih papirjev (SEC) objavili nov nabor pravil za kotacijo. Postavlja se vprašanje, ali je smiselno po škandalih, ki jih je omogočil en sistem pravil (računovodski standardi), uvesti nov kompleksen sistem pravil. Morda bi bilo bolj smiselno izpostaviti etične vidike poslovanja in oblikovati kodekse dobrega korporacijskega upravljanja; v tem smislu je predsednik Bush nastopil pod geslom poudarjene družbene odgovornosti korporacij.

Na splošno lahko rečemo, da v Sloveniji do korporacijskega škandala tipa Enron ne more priti. Nerazvitost finančnih instrumentov, plitkost in majhen pomen kapitalskega trga kot vira sredstev ter odsotnost nagrajevanja s spodbudami so trije elementi, v katerih se Slovenija bistveno razlikuje od ZDA. Obstajajo pa določeni elementi, ki bi se v prihodnosti lahko izkazali kot problematični. Managerji imajo neprimerno predstavo o lastni vlogi, saj jih precej

ne dojema, da morajo delovati tako, da zasledujejo interese gospodarske družbe kot celote. Izrecno zasledovanje interesa lastnikov je slovenskim managerjem popolnoma tuje. Tako notranji kot zunanji revizijski nadzor v Sloveniji je moč izboljšati, saj revizijskih odborov v Sloveniji praktično ni, zunanji revizorji pa v večini podjetij niso prisotni na skupščinah delničarjev, ko se obravnava letno poročilo. Približno tretjina podjetij uporablja izvedene finančne instrumente, skoraj polovica teh podjetij tega ne objavlja v letnih poročilih. Neobveščanje investitorjev o tveganosti derivativov je v Sloveniji norma, vendar zaradi nerazvitosti finančnih instrumentov in plitkosti kapitalskega trga škandalov v bližnji prihodnosti ni pričakovati. Vsekakor pa bi bilo smiselno, da Agencija za trg vrednostnih papirjev preventivno postavi standard o objavljanju uporabe derivativov v letnih poročilih.

Slovenski sistem korporacijskega upravljanja ob dani gospodarski stvarnosti managerjem ne daje vzpodbud, da bi delovali v lastnem interesu na tak način, kot so to počeli Enronovi managerji. Dejstvo pa je, da se bo maja 2004 s polnopravnim vstopom v Evropsko Unijo slovenska gospodarska stvarnost spremenila. Ekonomski prostor slovenskih podjetij bo takrat postal skupni evropski trg, kjer so kompleksne transakcije in kompleksni finančni instrumenti precej prisotni. Evropa je s škandalom nizozemske trgovske verige Ahold dobila svoj Enron, torej ne moremo trditi, da evropski sistemi korporacijskega upravljanja učinkovito preprečujejo zlorabe. Potrebno bo predvideti potencialne spremembe in presoditi, ali so potrebni kakšni ukrepi, ki bi vnaprej preprečili možnost korporacijskega škandala v Sloveniji.

LITERATURA

1. Agrawal Anup, Chadha Sahiba: Corporate Governance and Accounting Scandals. [URL: <http://bama.ua.edu/~aagrawal/restate.pdf>], 23.2.2003.
2. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. 5. izdaja. Boston: McGraw-Hill Irwin, 2002. 1015 str.
3. Bohinc Rado: Korporacijsko upravljanje, ZDA, Evropa, Slovenija. Ljubljana : Fakulteta za družbene vede, 2001. 361 str.
4. Bratton William W.: Enron and the Dark Side of Shareholder Value. [URL:http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID301475_code020302630.pdf?abstractid=301475], 2.3.2002.
5. Brealey Richard A., Myers Stewart C.: Principles of Corporate Finance. 6. izdaja. Boston : Irwin McGraw-Hill, 2000. 1093 str.
6. Čarman Poberaj Simona: Oblikovanje računovodskih informacij za potrebe nadzornih svetov slovenskih podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 95 str.
7. California's power shortage: Unplugged. The Economist, London, 21.12.2000, str. 41-42.
8. Corporate America's woes, continued. The Economist, London, 28.11.2002, str. 59-65 .
9. Investor self-protection. The Economist, London, 28.11.2002, str. 11.
10. The lessons from Enron. The Economist, London, 7.2.2002, str. 12.
11. Glas Miroslav: Zbirka prosojnic – Poslovno okolje podjetja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 100 str.
12. Gregorič Aleksandra: Corporate governance in Slovenia: an international perspective. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 190 str.
13. Gregorič Aleksandra: Pravni okvir vladanja v slovenskih podjetjih. Raziskovalno delo podiplomskih študentov v Sloveniji – novo tisočletje: družboslovje in humanistika. Ljubljana : Društvo mladih raziskovalcev Slovenije, 2001, str. 523-536.
14. Gregorič Aleksandra, Prašnikar Janez, Ribnikar Ivan: Corporate governance in transitional economies: The case of Slovenia. Ekonomska fakulteta. [URL: http://www.ef.uni-lj.si/dokumenti/wp/CGSLOWp_new_new_new_new_new.doc], 30.1.2003.
15. Hull John C.: Introduction to Futures and Options Markets. 3. izdaja. New Jersey: Prentice-Hall, 1998. 471 str.
16. Horvat Tatjana: Mednarodne novice: Razplet primerov Enron in Worldcom, Poslovodstvo naj bi jamčilo za računovodske izkaze, Etika in revizorjeva neodvisnost. Revizor, Ljubljana, 13(september 2002), 9, str. 110-123.
17. Jensen Michael, Murphy Kevin: Performance Pay and Top Management Incentives. Journal of Political Economy, Chicago, 1991, 98, str. 225-263.
18. Jensen Michael, Meckling William H.: Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure.

- [URL:<http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/98060106.pdf?abstractid=94043>], 19.6.1998.
19. Monks Robert A.G., Minow Nell: Corporate Governance. 2. izdaja. Oxford : Blackwell Publishing, 2001. 462 str.
 20. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
 21. Mramor Dušan, Valentinčič Aljoša: When maximizing shareholders wealth is not the only choice.
[URL: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=258269], 23.2.2003.
 22. OECD Principles of Corporate Governance. Pariz : OECD, 1999. 25 str.
 23. Partnoy Frank: Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets. New York : Times Books, 2003. 464 str.
 24. Partnoy Frank: Testimony of Frank Partnoy, Professor of Law, University of San Diego School of Law, Hearings before the United States Senate Committee on Governmental Affairs, January 24,2002.
[URL:http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID302332_code020228560.pdf?abstractid=302332], 28.2.2002.
 25. Ribstein Larry E.: Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002.
[URL:http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID332681_code021022570.pdf?abstractid=332681], 23.10.2002.
 26. Rogelj Roman: Statistika 2. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 267 str.
 27. Shleifer Andrei, Vishny Robert W.: A Survey of Corporate Governance. Journal of Finance, New York, LII (1996), 2, str. 737-783.
 28. Slovenski računovodski standardi 2001. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2002. 319 str.
 29. Swartz Mimi, Watkins Sherron: Power Failure: The Inside Story of the Collapse of Enron. New York : Doubleday, 2003. 386 str.
 30. Urbanija Anamarija: Električna energija: Grozeči mrki svobodnega trga. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 24.8.2000, str. 39-43.

VIRI

1. Enron Annual Report 2000. Enron Corporation.
[URL: <http://www.enron.com/corp/investors/annuals/2000/>], 8.3.2003.
2. Pravila borze. Ljubljana. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2002. 76 str.
3. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
4. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93, 29/94, 82/94, 20/98, 37/98,84/98, 6/99, 45/01).

PRILOGA 1

MEHANIZMI NADZORA NAD MANAGERJI

1. Pogodbe s spodbudami

Možno rešitev problema agentov predstavlja zelo fleksibilna, dolgoročna pogodba s spodbudami, ki vnaprej usklajuje interese managerjev in investorjev. Pri pogodbah s spodbudami gre za to, da je del plačila managerjem odvisen od tržne cene delnice podjetja. V določenih prihodnjih stanjih obstaja potencialna možnost, da mejna vrednost osebnih koristi managerjev presega mejno vrednost variabilne komponente njihovega plačila, kar bi lahko vodilo v pogajanja in izsiljevanje, vendar so taki razpleti relativno redki, če je variabilna komponenta precejšnja. Tovrstne pogodbe so lahko drage, posebej če so zasebne koristi upravljanja visoke ter če so visoki stroški ugotavljanja kvalitete managerskih odločitev. Zato je ključnega pomena ustrezno opredeliti merila in kriterije za njeno presojo.

Pogodbe s spodbudami so v praksi pogoste ter vključujejo lastništvo delnic, opcij na delnice, grožnjo z odpustom v primeru slabih poslovnih rezultatov, itd. Že Berle in Means sta leta 1932 pisala o tem, da je managersko lastništvo v velikih podjetjih premajhno, da bi managerje pripravilo k maksimizaciji dobička. Tudi novejša raziskava Jensena in Murphya (1990) potrjuje hipotezo, da je nagrajevanje neučinkovito, saj se za vsako povečanje vrednosti podjetja v višini 1000 USD plača CEO-ja poveča zgolj za 3 USD (vendar menita, da je majhna elastičnost plačila CEO-jem bolj posledica politično motiviranih omejitev višine plač managementa).

Resnejši problem pogodb s spodbudami predstavlja velika verjetnost delovanja managementa v lastno korist, posebno če so te pogodbe nastale v procesu pogajanj s slabo motiviranim direktorskim odborom in ne z velikimi investitorji. Managerji bi si tako lahko prizadevali za pogajanja, če vedo, da obstaja velika verjetnost, da bo cena delnice podjetja rasla, manipulirali s številkami v računovodskih izkazih in prilagajali naložbeno politiko. Raziskava Yermacka (1995, navedeno v Shleifer, Vishny, 1996) je pokazala, da managerji pogosto dobijo opcije za nakup delnic neposredno pred objavo dobrih novic, kar bi lahko pomenilo, da so opcije bolj kot spodbudni mehanizem prikrit mehanizem za delovanje managerjev v lastno korist.

Zaradi svojih pomanjkljivosti pogodbe s spodbudami niso zadosten mehanizem zagotavljanja delovanja managerjev v interesu lastnikov. V večini držav, ki imajo sistem korporacijskega upravljanja, ki ga lahko ocenimo kot dober, je prisotna neka kombinacija pravne zaščite investitorjev in koncentracije lastništva, zato bo o tem govora v naslednjih točkah.

2. Pravna zaščita investitorjev

Osnovni razlog za investiranje finančnih sredstev v podjetja je, da investitorji v zameno dobijo pravice nadzora. Zunanje financiranje temelji na pogodbi med podjetjem in zunanjim lastnikom, ki daje slednjemu določene pravice do sredstev podjetja. Veliko razlik v sistemih korporacijskega upravljanja po svetu izhaja iz razlik v naravi pravnih obvez, ki jih imajo managerji do lastnikov.

Najpomembnejša pravica, ki jo imajo delničarji, je pravica glasovanja o pomembnih korporacijskih zadevah, kot so združitve, likvidacije, volitve direktorskega odbora oziroma nadzornega sveta itd. Uveljavljanje glasovalnih pravic je drago, saj v vseh državah, tudi tistih z bolj razvito pravno zaščito investitorjev, managerji pogosto vplivajo na glasovalni proces, skušajo pridobiti podporo delničarjev, prikrivajo informacije itd. V državah s slabšo pravno zaščito so kršitve še bolj očitne, saj npr. v Rusiji managerji občasno grozijo z odpustom zaposlenim, ki so obenem delničarji, če jih ti ne bi podprli.

V enotirnem sistemu upravljanja je prisotna dodatna nevarnost, ki je pri dvotirnem manj izrazita. Člani direktorskega odbora ne zastopajo vedno interesov delničarjev, ki so jih izvolili, saj so raziskave pokazale, da mnogokrat podležejo pritisku managementa in ukrepajo v skladu s svojimi pooblastili (torej zamenjajo vodilne managerje) zgolj, če pride do krize katastrofalnih razsežnosti.

V mnogih državah so delničarji zaščiteni z zakonsko določeno dolžnostjo lojalnosti managerjev, kar pomeni, da so managerji dolžni delovati v interesu lastnikov. Morda najpomembnejši razlog za obstoj dolžnosti lojalnosti je dejstvo, da so delničarji manj zaščiteni kot drugi deležniki (predvsem zaposleni). Zaposleni so namreč za svoj prispevek plačani takoj, v skladu s pogodbami, medtem ko delničarji nimajo zagotovila, da bodo svoj denar dobili nazaj. Da bi bili spodbujeni k naložbi kapitala v podjetje, morajo biti deležni močnejše pravne zaščite, za kar naj bi poskrbela dolžnost lojalnosti, ki je sestavni del pravnega reda večine razvitih držav.

Sodišča v različnih državah z različno intenziteto zagotavljajo uveljavljanje dolžnosti lojalnosti, saj sta njihova vloga in obseg kompetenc od države do države različna. Največjo težo imajo sodišča v ZDA, kjer vedno posredujejo, ko gre za managersko krajo ali odprodajo sredstev povezanim osebam, prav tako obstaja velika verjetnost posredovanja v primeru razvrednotenja delnic obstoječih delničarjev ob novi izdaji, ki jo managerji kupijo sami. Posredovanje je manj verjetno ob pretiranem plačilu managementu, posebej ko je plačilo v obliki kompleksnih opcijskih pogodb. Sodišča skoraj nikoli ne presojujejo poslovnih odločitev (Shleifer, Vishny, 1996).

Podobno kot delničarji so tudi posojilodajalci deležni precejšnje pravne zaščite. Ta vključuje pravico odvzema sredstev, ki služijo kot zastava, pravico zahtevati stečaj in v stečaju zamenjati vodstvo ter glasovanje o reorganizaciji. Pravna zaščita posojilodajalcev je navadno

bolj učinkovita kot zaščita delničarjev, saj je neplačilo obveznosti jasna kršitev posojilne pogodbe in kot taka lahko preverljiva na sodišču.

V ZDA je zakonska zaščita precejšnja, delovanje sodišč pa učinkovito. Drugje po svetu sodišča ukrepajo le ob najbolj očitnih kršitvah pravic delničarjev, iz česar izhaja, da pravna zaščita sama po sebi ni dovolj. V nadaljevanju bom predstavil drug pomemben mehanizem zagotavljanja delovanja managerjev v interesu lastnikov - koncentracijo lastništva.

3. Koncentracija lastništva

Pravna zaščita je pomemben, vendar ne zadosten mehanizem zagotavljanja delovanja managerjev v interesu lastnikov. Tako se je razvila ideja, da lastniki lažje uveljavljajo svoje pravice, če imajo velik lastniški delež, saj je usklajeno delovanje množice majhnih lastnikov drago in težko uresničljivo. Večje lastništvo pomeni pravico do večjega denarnega toka, kar prinaša večje spodbude za zbiranje informacij in nadzorovanje managementa. Veliki lastniki v določeni meri rešujejo problem agentov, ker imajo interes v maksimizaciji dobička (saj gre ta v največji meri njim) in dovolj moči, da je ta njihov interes upoštevan in zasledovan. O značilnostih lastništva v »relevantnih« državah, kot so ZDA, Nemčija in Slovenija bo več govora v nadaljevanju; na tem mestu pa naj omenim, da v svetu z izjemo ZDA in Velike Britanije praviloma zasledimo koncentrirano lastništvo in prevlado lastnikov s kontrolnim deležem.

Veliki lastniki postajajo vedno bolj aktivni, njihova moč pa je odvisna od pravne zaščite njihovih glasov. Večje lastništvo je učinkovito le, če glasovalni sistem zagotavlja tesno povezavo med lastniškim deležem in glasovalnimi pravicami. Če ima velik lastnik 51 ali več odstotkov glasovalnih pravic, dejansko upravlja s podjetjem in ima dovolj spodbud za učinkovit nadzor nad managementom. V primeru več manjšinskih lastnikov s 5 ali 10 – odstotnimi deleži so zadeve bolj zapletene, saj morajo ti lastniki za učinkovito upravljanje oblikovati koalicije. Managerji imajo precejšnje možnosti vplivanja na oblikovanje koalicij in tako imajo sodišča težavno nalogo pri zaščiti manjšinskih delničarjev pred drugimi manjšinskimi delničarji in managementom. Iz tega razloga je manjšinsko lastništvo učinkovito zgolj v državah s precej dovršenim pravnim sistemom, medtem ko je pri državah s slabšim (pravnim sistemom) pričakovati prevladovanje večinskega lastništva.

Koncentracija lastništva torej dokaj pomembno prispeva k reševanju problema agentov, saj imajo veliki lastniki interes, da so aktivno vključeni v korporacijsko upravljanje. Upravičeni so do velikega deleža denarnega toka ter imajo moč vpliva na management in nadzora nad njim. Vendar pa ima tudi koncentrirano lastništvo svoje slabe strani. Ena od njih je, da veliki investitorji ne diverzificirajo svojih naložb in so tako izpostavljeni velikemu tveganju. Z vidika korporacijskega upravljanja je bolj fundamentalen problem ta, da veliki lastniki zastopajo zgolj svoje interese, ki so lahko v nasprotju z interesi ostalih lastnikov, zaposlenih

ter podjetja kot celote. Pri uporabi upravljalških pravic z namenom maksimizacije lastnega premoženja lahko veliki lastniki redistribuirajo premoženje drugih tudi na neučinkovit način.

Ko so tarča prisvajanja s strani velikih lastnikov ostali lastniki in investitorji, je možna posledica zmanjšanje pritoka zunanega kapitala. Mnogo držav, med njimi v določeni meri tudi Slovenija, ne varuje dovolj pravic malih delničarjev. V teh državah prevladujejo veliki lastniki oziroma investitorji v obliki družin in bank. Taka struktura upravljanja lahko pripelje do učinkovitega nadzora managerjev, po drugi strani pa pušča male investitorje nezaščitene in tako nepripravljene, da bi investirali. To je eden od razlogov za relativno majhne trge lastniškega kapitala v celinski Evropi.

PRILOGA 2

RAZLIČNI MODELI KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA

Koncepti korporacijskega upravljanja so se razvili skozi zgodovino v različne oblike, vendar sta danes pomembna zlasti celinski (evropski) in anglosaški (predvsem ameriški) model, ki ju predstavljam v tej prilogi.

1. ZDA

Za ZDA je značilen zunanji sistem korporacijskega upravljanja z razpršenim lastništvom, odsotnostjo nadzora nad managerji s strani lastnikov, učinkovitim pravnim sistemom ter pomembno vlogo trga kapitala kot glavnega vira financiranja. Obenem je ZDA predstavnica enotirnega sistema korporacijskega upravljanja. Direktorski odbor sestavljajo zunanji in notranji člani. Slednji prihajajo iz vrst managementa. V 93% podjetij je CEO tudi predsednik direktorskega odbora (Monks, Minow, 2001, str. 175). Ker sta glavni značilnosti ameriškega sistema korporacijskega upravljanja razpršeno lastništvo in pomanjkanje nadzora nad managerji, ju bom v nadaljevanju predstavil bolj podrobno.

Leta 2000 so imeli največji delež lastniškega kapitala ameriških korporacij gospodinjstva in neprofitne organizacije (41,2% lastniškega kapitala), sledili so jim pokojninski skladi (25,1%) in investicijski skladi (17,1%) (Bodie, Kane, Marcus, 2002, str. 5). Skupno so imeli institucionalni investitorji v lasti približno polovico lastniškega kapitala ameriških korporacij. Vrednost sredstev v lasti institucionalnih investitorjev se je v zadnjih petindvajsetih letih močno povečala. Med leti 1980 in 1990 se je potrojila, med leti 1990-1998 pa se je povečala za 144% na 15.000 milijard USD (Monks, Minow, 2001, str. 110). Čeprav institucionalni investitorji niso enotna skupina, so vsi zavezani k spoštovanju fiduciarnega standarda. Fiduciarni standard pravi, da morajo upravitelji premoženja institucionalnih investitorjev delovati v interesu vlagateljev (vlagateljev v pokojninske sklade, lastnikov zavarovalnic polic, itd.). Največji delež lastniškega kapitala imajo pokojninski skladi. Obstajajo zasebni in državni pokojninski skladi, med obojimi so v zadnjem času začeli prevladovati skladi s fiksnimi vplačili in variabilnimi izplačili. To jim daje večje vzpodbude za bolj učinkovito nalaganje, saj so v preteklosti morali zagotoviti fiksne zneske, danes pa so bolj uspešni tisti skladi, ki zagotavljajo višje donose ob enakem tveganju¹⁹. Pokojninski skladi sledijo načelu diverzifikacije, zato so njihovi lastniški deleži v posameznem podjetju majhni²⁰.

Organa upravljanja v ameriškem sistemu korporacijskega upravljanja sta skupščina delničarjev in direktorski odbor. Glavna naloga direktorskega odbora je, da v imenu

¹⁹ Številne raziskave so pokazale, da večina upraviteljev pokojninskih skladov ne dosega donosov, ki bi bili, popravljene za tveganje, višji od apreciacije cen delnic v borznem indeksu.

²⁰ Največji deleži so okoli 1%.

delničarjev nadzoruje delo managementa. Dejstvo, da je v praktično vseh podjetjih predsednik direktorskega odbora CEO, kaže na nasprotje interesov, saj odboru, ki naj bi skrbel za nadzor nad managementom, predseduje glavni manager²¹. Običajno se to dejstvo utemeljuje z boljšim pretokom informacij med managementom in direktorskim odborom. V povprečju imajo direktorski odbori 12 članov, od tega jih je 78% zunanjih (Monks, Minow, 2001, str. 166). V povprečju se sestajajo sedemkrat letno, število sestankov pa upada, ker se aktivnosti vedno bolj odvijajo v okviru odborov: revizijskega, odbora za nagrajevanje in odbora za imenovanje. Odbori so ustanovljeni z namenom preprečevanja preobremenjenosti direktorskega odbora z raznovrstnimi strokovnimi vprašanji. Omogočajo boljši pregled nad delovanjem izvršilnih struktur in bolj strokovno obravnavo problemov. Sestavljajo jih izključno zunanji člani, kar naj bi pomembno prispevalo k nadzoru. Najpomembnejši je revizijski odbor, ki je pristojen za priporočitev zunanjega revizorja in sodelovanje z njim ter za pregledovanje dela in poročil služb notranjega nadzora. Odbor za nagrajevanje ima pristojnost pregledati in odobriti ali priporočiti direktorskemu odboru višine plač in ugodnosti za CEO-ja in druge izvršilne uradnike. Pristojnosti tega odbora je moč razširiti tudi na druge oblike nagrajevanja. Odbor za imenovanje ima pristojnost predlagati kandidate za izvolitev v direktorski odbor ter kandidate za CEO-ja, če je prejšnjemu iz kakršnega koli razloga prenehal mandat. Večinoma nagrajevalne sheme za člane direktorskih odborov niso vezane na uspešnost podjetja. V zadnjem času so opazne tendence vezanja plačila članom direktorskega odbora na uspešnost podjetja, saj naj bi na tak način dosegli, da ti razmišljajo kot delničarji (Monks, Minow, 2001, str. 186). Dva največja problema ameriških direktorskih odborov, ki sta se izpostavila tudi v primeru Enron, sta finančna in osebna povezanost domnevno neodvisnih članov s podjetjem in njegovim managementom ter premalo časa in energije, ki ga člani namenjajo tej funkciji.

2. Evropa

Za večino držav celinske Evrope je značilen notranji sistem korporacijskega upravljanja s koncentracijo lastništva in glasovalnih pravic, majhnimi in relativno nelikvidnimi trgi kapitala, omejenim poročanjem institucijam in javnosti ter nizko zaščito malih delničarjev.

Glavna značilnost korporacijskega upravljanja v Evropi je prevlada velikih lastnikov. Ti lastniki še povečujejo obseg svojih glasovalnih pravic z uporabo raznih pravnih mehanizmov. V zadnjem času so evropske države začele zmanjševati vlogo mehanizmov za ločevanje pravic do denarnega toka od glasovalnih pravic. Lastniški deleži tradicionalnih velikih lastnikov (družin, nefinančnih organizacij, bank) se zmanjšujejo, povečujejo se deleži institucionalnih investitorjev. Ker mehanizem velikih lastnikov zgublja na pomenu, novi mehanizmi, ki bi prevzeli njegovo vlogo pa še niso ustrezno razviti, lahko pričakujemo, da se

²¹ V drugi predstavnici anglosaškega sistema korporacijskega upravljanja, Veliki Britaniji, kodeks korporacijskega upravljanja priporoča, da sta CEO in predsednik direktorskega odbora dve različni osebi.

bo moč managerjev v Evropi povečevala. Po drugi strani se tranzicijske države razvijajo bolj v smeri notranjega sistema korporacijskega upravljanja. S pojavom poslovnih skupin in tujih lastnikov postajata lastništvo in upravljalne pravice v teh državah bolj koncentrirane. Banke prihajajo pod nadzor tujih bank, zato njihovo financiranje domačih podjetij in nadzor nad njimi upadata. Podjetja večinoma uporabljajo za naložbe zadržane dobičke, velika večina zunanjega financiranja prihaja na račun neposrednih tujih investicij.

2.1 Značilnosti nadzornih svetov v Evropi

Načela OECD o korporacijskem upravljanju zahtevajo, da je v podjetjih zagotovljen učinkovit nadzor nad managementom. Za nadzor je nadzorni svet odgovoren podjetju in njegovim delničarjem. Načela določajo vlogo nadzornega sveta pri komunikaciji v podjetjih, nadzorovanju večjih naložb, prevzemov in odprodaj premoženja, poročanju in razkrivanju pomembnih informacij, izboru in nagrajevanju managementa, zagotavljanju verodostojnosti finančnih poročil in delovanju podjetja v skladu z zakonodajo in regulativnimi predpisi. Načela OECD tudi izpostavljajo pomembnost neodvisnosti članov nadzornega sveta, posebej v odnosu do managementa. Za preprečevanje nasprotja interesov izrecno zahtevajo, da člani nadzornega sveta in managementa niso iste osebe (OECD, OECD Principles of corporate governance, 1999).

Nadzorno funkcijo lahko opravlja neodvisno telo (nadzorni svet) ali neizvršni člani direktorskega odbora. Glede na organiziranost nadzorne funkcije tako ločimo enotirni in dvotirni sistem korporacijskega upravljanja. V enotirnem sistemu opravljajo nadzor neizvršni oziroma zunanji člani direktorskega odbora, medtem ko je v dvotirnem sistemu oblikovan posebni organ, nadzorni svet, ki ga sestavljajo zgolj zunanji člani. Njihova bistvena naloga je nadzorovanje delovanja managementa.

V Evropi prevladuje enotirni sistem. Med 15-imi članicami Evropske Unije v 11-ih državah prevladuje enotirni sistem, v 4-ih pa dvotirni. Nekatere države dovoljujejo oba, nekatere pa imajo določene posebnosti. Tako imajo v Italiji in na Portugalskem neodvisen revizijski odbor, na Finskem je za podjetja v pretežni državni lasti obvezen dvotirni sistem upravljanja, medtem ko imajo na Švedskem glavnega izvršnega uradnika, ki je ločen od direktorskega odbora. V Veliki Britaniji je v veljavi enotirni sistem. Direktorski odbor imenuje in odstavlja vodilni management, določa njegove nagrade nosi odgovornost za to, da podjetje spoštuje zakone in regulativo, ter odgovarja za verodostojnost računovodskih in revizorskih sistemov ter sistemov poročanja. Direktorski odbori v Veliki Britaniji predlagajo svoje člane, ki jih potem potrdi (ali zavrne) skupščina delničarjev. V Franciji so direktorski odbori najmanj neodvisni. Večina francoskih podjetij ima enotirni sistem, čeprav zakonodaja dovoljuje oba. Predsednik, ki ga imenuje direktorski odbor, ima precejšnje pristojnosti pri oblikovanju sestave managementa; do pred kratkim pa je zakon zahteval, da sta vlogi predsednika direktorskega odbora in glavnega izvršilnega uradnika združeni. Vidnejši evropski državi z dvotirnim sistemom sta Nemčija in Nizozemska. V Nemčiji je oblikovanje nadzornega odbora

obvezno, število njegovih članov pa je relativno veliko, saj se oblikuje na podlagi števila zaposlenih. Število zaposlenih je tudi podlaga za določanje števila predstavnikov delavcev v nadzornih svetih. Nemški managerski odbor, imenovan predstojništvo, sestavlja 5 do 10 članov, med katerimi je en delavski direktor. Njegovi člani ne smejo biti obenem člani nadzornega sveta, prav tako člani nadzornega sveta ne smejo biti obenem člani predstojništva. Nadzorni svet imenuje in odstavlja člane predstojništva ter določa njihove nagrade, potrjuje razdelitev dobičkov ter zagotavlja verodostojnost računovodskih in revizorskih sistemov ter sistemov poročanja.

3. Slovenija

Lastniška struktura v Sloveniji, ki pomembno vpliva na odnos principal – agent, je posledica privatizacije. Ključni organ nadzora nad delovanjem managerjev je v Sloveniji nadzorni svet, ki za opravljanje svojega dela potrebuje informacije, ki so odvisne od sistemov poročanja. Značilnosti slovenskih nadzornih svetov in sistemov poročanja so predstavljene v točkah 3.2 in 3.3 te priloge. V tabeli 1 je prikazan zakonski okvir poslovanja slovenskih gospodarskih družb.

Tabela 1: Slovenska zakonodaja o gospodarskih družbah

Slovenska zakonodaja o gospodarskih družbah	
Pravni / regulativni okvir	Izvajanje / regulativni organi
Zakoni o gospodarskih družbah Zakon o gospodarskih družbah Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju	Sodišča
Zakoni o vrednostnih papirjih / regulativa Zakon o trgu vrednostnih papirjev Zakon o prevzemih Zakon o ne-materializiranih vrednostnih papirjih Zakon o bančništvu Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje	Agencija za trg vrednostnih papirjev Banka Slovenije
Pravila borze Pravila in postopki na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev	Borza, Agencija za trg vrednostnih papirjev

Vir: Gregorič, 2003, str. 125.

3.1 Privatizacija v Sloveniji

Slovenija je imela pred osamosvojitvijo tržno-planski samoupravni sistem. Za ta sistem sta bila značilna družbena lastnina in delavsko samoupravljanje (Gregorič, 2003, str. 33). Namesto lastniškega kapitala je bil v bilanci stanja poslovni sklad, neke vrste kapital, ki je bil v lasti družbe. Za naložbe so se uporabljala sredstva pridobljena z bančnimi posojili. Zaradi težav pri ustvarjanju dobičkov in ob odsotnosti nebančnih zunanjih virov financiranja so bila družbena podjetja visoko zadolžena, edini način pridobivanja sredstev za odplačevanje dolgov pa je bil poviševanje cen. O vseh pomembnejših zadevah v podjetjih so odločali delavski sveti, ki so imenovali in odstavljali management. Pri slednjem je imela močno vlogo politika.

Po osamosvojitvi je bil sprejet Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, katerega cilji so bili: da bi podjetja dobila znane lastnike; da bi zmanjšali njihovo visoko zadolženost in da bi spodbudili zunanje financiranje podjetij. Privatizacija je v Sloveniji potekala na tri načine. Pri vseh treh načinih naj bi se 60% delnic privatiziranih podjetij razporedilo na sledeči način:

- 20% delnic naj bi dobili zaposleni, nekdanji zaposleni in njihovi sorodniki
- 40% delnic naj bi dobili trije skladi, ki jih je ustanovila država:
 - 20% Sklad za razvoj
 - 10% Odškodninski sklad
 - 10% Pokojninski sklad

Glede na to, kdo naj bi pridobil ostalih 40% delnic privatiziranih podjetij, lahko razlikujemo tri modele:

- 1. model: delnice naj bi se prodale splošni javnosti
- 2. model: delnice naj bi se prodale zaposlenim s petletnim odloženim plačilom, lahko tudi iz dobička podjetja
- 3. model: delnice naj bi se prodale skupini managerjev ali družbi ustanovljeni v ta namen

Vir: Bohinc, 2001, str. 79-81.

Množična privatizacija je bila v Sloveniji edina politično izvedljiva možnost. Tako so vsi državljani decembra 1992 prejeli certifikate, ki so jih lahko uporabili za pridobitev delnic pri notranji razdelitvi, notranjem odkupu (samo če vse delnice niso dobile lastnika z notranjo razdelitvijo) ali javni ponudbi. Lahko so jih tudi zamenjali za delnice pooblaščenih investicijskih družb (v nadaljevanju PID-ov). Po poročilu Agencije za prestrukturiranje in privatizacijo iz leta 1999 je skoraj 90% podjetij kot prevladujočo metodo privatizacije izbralo notranjo razdelitev ali notranji odkup.

Privatiziralo se je 68% družbenega kapitala (preostalih 32% je prešlo v last države), oblikovala pa se je sledeča lastniška struktura (številke predstavljajo delež privatiziranega kapitala, ki je v lasti določene skupine):

- 40% notranji lastniki
- 25% PID-i
- 22% Kapitalski in Odškodninski sklad
- 13% lastniki, ki so delnice pridobili preko javne ponudbe ali z zamenjavo za certifikate

Vir: Gregorič, 2003, str. 35.

Izbrani model privatizacije je prinesel relativno hitro spremembo lastništva; druga dva cilja, nadzor in zunanje financiranje, pa z njim nista bila dosežena. Številni manjši lastniki in državni skladi, ki so dobili v last veliko število podjetij, niso imeli pravega interesa za nadzor nad managerji. Poleg tega so bila podjetja s pretežnim notranjim lastništvom nezanimiva za male delničarje. Slovenija je podobno kot druge tranzicijske države, ki so izvedle množično privatizacijo, skušala rešiti problem nadzora s posebnimi institucijami – PID-i. PID-i naj bi postali veliki lastniki novo privatiziranih podjetij. Zaradi nelikvidnega in slabo razvitega kapitalskega trga so bili na nek način prisiljeni v zadrževanje lastniških deležev in aktivno vlogo pri upravljanju podjetij. Dodatno spodbudo koncentraciji glasovalnih pravic v njihovih rokah daje zakonodaja, saj Zakon o prevzemih določa, da lahko PID-i pridobijo do 40% delež glasovalnih pravic, ne da bi bili obvezani k javni ponudbi (za nefinančna podjetja je meja 25%). PID-i so še danes poleg državnih skladov najpomembnejši zunanji lastniki slovenskih podjetij (Gregorič, 2003, str. 36).

3.2 Značilnosti nadzornih svetov

Slovenska podjetja lahko izbirajo med enotirnim in dvotirnim sistemom korporacijskega upravljanja, vendar pa je za podjetja, ki so ustanovljena kot delniška družba, kotirajo na borzi, imajo več kot 100 delničarjev ali imajo več kot 500 zaposlenih, obvezen dvotirni sistem. Predvsem zaradi velikega števila delničarjev kot posledice privatizacije, je večina slovenskih podjetij morala sprejeti dvotirni sistem. Zakonodaja določa minimalne zahteve za sestavo, obseg in delovanje nadzornih svetov, medtem ko so ostale zahteve prepuščene statutom podjetij. Člane nadzornega sveta imenujejo sveti delavcev ter delničarji na skupščini delničarjev. Ko so člani enkrat imenovani, so odgovorni podjetju kot celoti in ne tistim, ki so jih imenovali. Zakon o gospodarskih družbah zahteva, da člani nadzornega sveta in uprave delujejo v interesu podjetja kot celote, neodvisno in odgovorno. Zakon o gospodarskih družbah tudi izrecno prepoveduje nadzornemu svetu, da bi vplival na vsakodnevno poslovanje.

Zakon o gospodarskih družbah določa, da so najpomembnejše dolžnosti oziroma pravice nadzornega sveta sledeče:

- nadzorovanje delovanja managementa
- imenovanje in odpoklic uprave
- določanje nagrad upravi
- pregledovanje poslovnih knjig podjetja
- potrjevanje posojila s strani podjetja članom njegove uprave
- potrjevanje določenih odločitev, če tako določa statut podjetja
- pregledovanje poročil uprave o poslovni politiki
- možnost sklica skupščine delničarjev
- podajanje mnenja o nerevidiranem letnem poročilu ter mnenja o poročilu revizorja in posredovanje teh mnenj skupščini delničarjev
- potrjevanje morebitnih vmesnih dividend
- možnost imenovanja članov enega ali več odborov
- predlaganje (skupaj z upravo ali brez nje) članov nadzornega sveta
- potrjevanje novih izdaj delnic
- potrjevanje sprememb statuta, če jih izglasuje skupščina delničarjev.

Vir: Zakon o gospodarskih družbah

Bolj natančen opis dolžnosti nadzornega sveta je podalo Združenje članov nadzornih svetov v publikaciji »Kriteriji za izvolitev, delo in nagrajevanje predsednikov in članov nadzornih svetov« (Gregorič, 2003, str. 161). Kriteriji priporočajo nadzornim svetom, da dajejo soglasje k vsem odločitvam, ki bi lahko imele dolgoročni vpliv na uspešnost podjetja; da nadzorujejo kapitalsko ustreznost in s tem povezane odločitve v podjetju; da se opredelijo do ukrepov, ki jih za zagotavljanje likvidnosti izvajajo managerji; da nadzorujejo učinkovitost managementa ter neprestano spremljajo tržne razmere, produktivnost podjetja in njegovo javno podobo. Do sedaj svetovalna vloga nadzornega sveta v slovenski praksi ni bila izrazita, v nekaterih drugih evropskih državah pa podjetja ustanavljajo nadzorne svete kot neke vrste svetovalne organe. Zakon ne opredeljuje bolj natančno, kakšno znanje in sposobnosti morajo imeti člani nadzornih svetov. Kriteriji priporočajo, da naj imajo člani nadzornih svetov vsaj univerzitetno izobrazbo in vsaj 5 let delovnih izkušenj na področju raziskovanja, organizacije, managementa ali upravljanja podjetij. Nizka stopnja izobrazbe in nizka profesionalnost članov sta dva od največjih problemov slovenskih nadzornih svetov. Manj kot polovica članov ima univerzitetno diplomu, 30% pa jih je končalo zgolj srednjo šolo. V povprečju se nadzorni sveti sestanejo štirikrat letno, več kot 90% jih ne oblikuje nobenega odbora, več kot 80% sestankov nadzornega sveta poteka brez prisotnosti zunanjega revizorja. V polovici podjetij nadzorni sveti ne zahtevajo, da zunanji revizor s svojim poročilom seznaní management (Gregorič, 2003, str. 166). Velik problem slovenskih nadzornih svetov je osebna povezanost oziroma prijateljstvo med člani nadzornih svetov in uprav.

Sestava nadzornih svetov je v veliki meri določena z Zakonom o sodelovanju delavcev pri upravljanju, saj imajo sveti delavcev pravico do imenovanja do ene polovice članov nadzornega sveta. Ostale člane imenuje skupščina delničarjev, ki imenuje tudi predsednika nadzornega sveta. Ta ima v primeru neodločenega izida pri glasovanju odločilni glas. V tabeli 2 je predstavljena sestava slovenskih nadzornih svetov.

Tabela 2: Sestava slovenskih nadzornih svetov

Delež predstavnikov posamezne skupine, v %	
Predstavniki bank in zavarovalnic	3,80
Predstavniki nefinančnih podjetij	15,82
Predstavniki svetov delavcev	36,50
Predstavniki delavcev kot notranjih lastnikov	6,33
Predstavniki državnih skladov	13,71
Predstavniki PID-ov in družb za upravljanje	15,61
Profesorji, pravniki	2,95
Ostali	6,12

Vir: Gregorič, 2003, str. 163.

V Evropi vpliv managerjev narašča. Bolj natančen vpogled v proces glasovanja na skupščinah delničarjev (Gregorič, 2003, str. 56-57) potrjuje močan vpliv managerjev tudi v Sloveniji. Med najbolj pomembnimi udeleženci skupščin delničarjev, ki dejansko glasujejo, so predstavniki nefinančnih podjetij ter PID-ov, ki jim sledijo predstavniki obeh državnih skladov. Management povečuje svojo moč z zbiranjem pooblastil za glasovanje po pooblaščenju od notranjih lastnikov, torej zaposlenih. Zaradi notranje podpore managementu ga zunanji lastniki ne morejo učinkovito nadzorovati, razen če oblikujejo koalicije z ostalimi zunanjimi lastniki. Med temi se v prihodnje pričakuje povečana aktivnost bank, ki so se v preteklih letih ukvarjale predvsem z drugimi problemi (privatizacijo, prenosom plačilnega prometa v domeno bank itd.) ter naslednikov PID-ov, finančnih holdingov.

Postavlja se vprašanje, kateri mehanizmi nadzora so na voljo slovenskim delničarjem. Način lastniškega preoblikovanja v Sloveniji je bil tak, da so danes managerji skupina z največjim vplivom. Njihova odgovornost delničarjem je nizka, prevzemi pa se redko zgodijo z namenom odstavitve neučinkovitega managementa. Nagrajevalne sheme, ki povezujejo plačo managerjev z uspešnostjo podjetij, so se začele uvajati šele pred kratkim, tako da mehanizem tovrstnih spodbud v Sloveniji še ni razvit. Najpomembnejši pritiski na managerje prihajajo s trgov proizvodov in storitev. Pomemben mehanizem discipliniranja managerjev bi lahko bil nadzorni svet, saj je strah pred zamenjavo med slovenskimi managerji dokaj prisoten (Gregorič, 2003, str. 17). Vendar nadzornim svetom v Sloveniji primanjkuje znanja, profesionalnosti in, kar je morda najbolj pomembno, neodvisnosti od managementa in pomembnejših delničarjev. Pravna pravila so preveč splošna, pravila razkritja pa neprimerna in ne spodbujajo nalaganja v lastniške vrednostne papirje. K velikemu vplivu managerjev pripomore tudi dejstvo, da večina delniških družb, ki kotira na ljubljanski borzi, nima lastnika s kontrolnim deležem. Dinamika spreminjanja porazdelitve glasovalnih pravic vendarle kaže

na to, da bo Slovenija sledila ostalim tranzicijskim državam in postala država z zunanjim sistemom korporacijskega upravljanja. Slovenski delničarji so namreč začeli konsolidirati lastništvo in upravljalne pravice. Poleg tega prihaja do prevzemanja slovenskih podjetij s strani tujih, te spremembe pa bi lahko prinesle spremenjeno porazdelitev pravic upravljanja ter spremenjen sistem spodbud. S tem bi se tudi problem agentov v Sloveniji oblikoval na novo.

Ker pravna pravila ne morejo v celoti opredeliti in zagotoviti dobrega korporacijskega upravljanja, je v zadnjem času precej govora o kodeksih korporacijskega upravljanja. V Evropi so že precej prisotni, v Sloveniji pa se razprava šele začenja. Ti kodeksi lahko služijo kot sredstvo pri zagotavljanju primerne delovanja vpletenih strani, so pa tudi koristna referenčna točka pri postopkih v nadzornih svetih in upravah ter oblikovanju odnosa med velikimi in majhnimi delničarji. V Sloveniji je precej pomembnih dilem prepuščenih statutom delniških družb, zato ne obstaja enoten sistem poročanja. Informacije o sestavi, oblikovanju in nagrajevanju nadzornih svetov in uprav so nepopolne in večinoma niso razkrite. Mali delničarji nimajo posebnega vpliva pri sprejemanju odločitev, niti pravice imenovanja svojih predstavnikov v nadzorne svete. Prenosi lastništva in glasovalnih pravic so nepregledni, glasovanje po pooblaščenju pa je drago in usmerjeno v podporo upravam podjetij. Kodeks, ki bi obravnaval našete in še nekaj drugih dilem (odnos podjetij z ostalimi deležniki, javna podoba podjetij, itd.), bi bil vsekakor dobrodošla novost. Podjetja bi se namreč morala ravnati po načelu »uporabi ali pojasni«, torej bi se morala držati načel kodeksa ali pa pojasniti, zakaj se jih ne.

3.3 Poročanje podjetij

Poročanje podjetij v Sloveniji je neprimerno, razkritje pomembnih informacij pa nezadostno. Poleg tega se ustvarja vtis, da slovenski managerji ne želijo razkriti drugih informacij razen računovodskih števil. Velik napredek na tem področju je bil narejen s sprejetjem novih Slovenskih računovodskih standardov (v nadaljevanju: SRS) januarja 2002 in dopolnil k Zakonu o gospodarskih družbah leta 2001. Osnovna struktura poročil in osnovna pravila vrednotenja, konsolidiranja in objavljanja so opredeljena v členih 51-66 Zakona o gospodarskih družbah. SRS opredeljujejo členitev izkaza finančnega izida in izkaza gibanja kapitala, pravila za vrednotenje računovodskih postavk, pravila o vsebini posameznih postavk v računovodskih izkazih in vsebini pojasnil teh postavk v prilogi k izkazom (Zakon o gospodarskih družbah, 2002). Priloga k izkazom je po spremembi zakonodaje bolj informativna, saj morajo podjetja posredovati informacije o pomembnih zadevah iz prejšnjih poslovnih let, pričakovani prihodnji uspešnosti poslovanja, raziskovalnih aktivnostih ter aktivnostih njihovih podružnic v Sloveniji in tujini.

Novi SRS odpravljajo revalorizacijo²² in uvajajo dve novi obliki prevrednotenja: splošno revalorizacijo ter posebno revalorizacijo. Pri prvi gre za prevrednotenje kapitala, ki je dovoljeno le če letna apreciacija evra nasproti slovenskemu tolarju preseže 5,5%. Namen posebne revalorizacije je oblikovanje resnične vrednosti sredstev in obveznosti v finančnih izkazih; torej nadomestitvene vrednosti sredstev na eni strani in zneska, ki je potreben za dejansko poplačilo obveznosti na drugi. Resnično vrednost lahko ocenijo zunanji strokovnjaki ali podjetje samo, če uvede primerne sisteme notranjega nadzora. SRS določajo načine prevrednotenja, če obstaja razlika med knjižno vrednostjo in resnično vrednostjo sredstev in obveznosti. Zahtevajo, da se vsako zmanjšanje vrednosti takoj odrazi v finančnih poročilih, po drugi strani pa vsako povečanje vrednosti ne sme biti takoj knjiženo kot povečanje prihodkov, temveč šele takrat, ko do povečanih prihodkov dejansko pride, oziroma če je vrednost sredstva zavarovana z ustreznim izvedenim finančnim instrumentom. V nasprotnem primeru je povečanje vrednosti potrebno prikazati pod posebno postavko. Letna poročila velikih in srednje velikih delniških družb morajo biti revidirana s strani neodvisne revizijske hiše v roku šestih mesecev od zaključka poslovnega leta. Uprava podjetja odgovarja za ustreznost računovodskih izkazov in poslovnih poročil ter za njihovo posredovanje (skupaj s poročilom revizorja) nadzornemu svetu.

Poostрила so se tudi določila, ki jim morajo zadostiti podjetja, ki kotirajo na borzni kotaciji in na prostem trgu Ljubljanske borze vrednostnih papirjev. Ko se podjetja prijavljajo za kotacijo, morajo posredovati informacije o lastniški strukturi (spisek večjih delničarjev in lastnikov več kot 10% deleža; podatki o lastništvu managerjev), finančnem poslovanju ter ostalih zadevah, kot izhaja iz pogojev borze. Od leta 2000 objavlja borza glavne informacije o podjetjih, ki kotirajo v borzni kotaciji. Te objave vključujejo informacije o lastniški strukturi, članih uprav in nadzornih svetov, poslovni politiki, cenah delnic in finančni uspešnosti. Tovrstno objavlanje prispeva k večji preglednosti, vendar je omejeno na majhen del vseh delniških družb, saj ne vključuje tistih, s čigar delnicami se trguje na prostem trgu in »preko okenca«. Poleg tega ne vključuje informacij o starosti in položaju managerjev, njihovih strokovnih kompetencah, načinu imenovanja in, kar je najpomembneje, nagrajevanju²³. Ravno tako podatki o lastništvu ne vključujejo informacij o glasovalnih deležih, precej omejene pa so tudi informacije o poslovnih politikah ter ciljnih podjetij, njihovih odnosih z delničarji in ostalimi deležniki ter načinih upravljanja.

²² Revalorizacija je prevrednotenje računovodskih postavk na podlagi indeksa cen na drobno.

²³ V bližnji prihodnosti bodo podatki o nagrajevanju vključeni v informacije, ki jih objavlja borza.

PRILOGA 3

AMERIŠKI RAČUNOVODSKI STANDARDI

V ZDA so v uporabi Splošno sprejeta računovodska načela (Generally Accepted Accounting Principles, v nadaljevanju GAAP). Njihov namen je opredeliti in zagotoviti razkritje relevantnih informacij. Razkritje informacij naj bi bilo konsistentno v času in med podjetji. Zato morajo GAAP uporabljati vse javne delniške družbe. Po svoji naravi so GAAP podroben sistem pravil, ki vseeno dopušča dovolj različnih interpretacij, da lahko računovodska podjetja medsebojno tekmujejo v ponujanju ustvarjalnih pristopov oblikovanja računovodskih izkazov. Pomanjkljivost GAAP je, da so bili zasnovani v času, ko so bili stroji in oprema najpomembnejši proizvodni dejavnik. V sodobnem gospodarstvu je to vlogo prevzel človeški kapital, česar GAAP ne odražajo. Še večji problem je dejstvo, da poslovna skupnost računovodske kategorije sprejema kot izključna merila uspešnosti podjetij, čeprav vrednosti teh kategorij pogosto ne ustrezajo ekonomski realnosti.

Ker je management podjetij pod pritiskom, da dosega projekcije poslovnih izidov borznih analitikov, se je razvilo manipuliranje z dobički. V ta namen se uporabljajo številne metode, ustvarjalnega računovodstva (Monks, Minow, 2001, str. 47). Ena od najbolj izpostavljenih dilem je računovodsko obravnavanje nagrajevanje managementa z opcijami, ki ga predstavljam v nadaljevanju.

Opcije na delnice so glavni instrument nagrajevanja, povezanega z uspešnostjo. Podjetje podeli prejemu opcije pravico kupiti v obdobju nekaj let sveženj delnic po ceni, določeni ob odobritvi te pravice (navadno je ta cena določena na ravni cene delnice v času odobritve opcije). Če cena delnice po odobritvi naraste, manager izkoristi opcijo; kupi delnice po izvršilni ceni opcije in jih proda po višji, tržni ceni. Manager ima koristi od višje cene delnice, do te koristi pa pride, ne da bi moral plačati za nakupno opcijo. Nagrajevanje z opcijami ima številne pomanjkljivosti; managerje spodbuja k dejavnostim v smeri kratkoročnega povečevanja cene delnic; opcije ne povezujejo kvaliteto dela posameznega managerja z njegovo nagrado, saj so cene delnic v veliki meri odvisne od razmer na trgu in v panogi podjetja; v nasprotju s splošnim prepričanjem, po mnenju Warrena Buffeta, znanega investitorja, »delničarji in lastniki opcij dejansko niso v isti barki, saj slednji za razliko od prvih pri padcu cene delnice ne utrpijo izgube vrednosti premoženja« (Monks, Minow, 2001, str. 225). Najbolj problematičen vidik opcij na delnice je prevrednotenje. Gre za umik opcij in novo odobritev, kadar cena delnice pade pod izvršilno ceno opcije. Na tak način opcije postanejo skorajda netvegane, kar jih postavlja v nasprotje z zakonitostjo sorazmernosti donosa in tveganja.

Opcije na delnice so z računovodskega vidika ugodne za poslovni izid podjetij. Niso obravnavane kot strošek, čeprav podjetje ob izvršitvi opcije proda managerju delnice po ceni,

nižji od tržne, s čimer ustvari oportunitetno izgubo. Po drugi strani davčna pravila dovoljujejo, da podjetja stroške opcij uveljavljajo kot davčno olajšavo. Odbor za standarde finančnega računovodstva (Financial Accounting Standards Board, FASB) je leta 1984 prvič predlagal, da bi stroške opcij podjetja morala upoštevati pri poslovnem izidu. Maja 1994 je bil predlog zavrnjen s sprejetjem amandmaja v Kongresu. FASB je isti predlog ponovil leta 1999, vendar zaradi nasprotovanj tehnoloških podjetij ni uspel. Tudi po korporacijskih škandalih leta 2001 in 2002 zaradi močnega nasprotovanja managerskega lobija do uvedbe obravnavanja opcij na delnice kot strošek ni prišlo.

PRILOGA 4

OSNOVNA TIPA DERIVATIVNIH POGODB

Tabela 1: Osnovna tipa derivativnih pogodb

Tip pogodbe	Ime v angleščini	Pravica kupca	Obveza prodajalca
Nakupna opcija	Call option	Kupec nakupne opcije ima pravico in ne dolžnost, da na točno določen dan (evropska opcija) oziroma v celotnem obdobju do izvršilnega dne (ameriška opcija) kupi po vnaprej določeni ceni finančni instrument ali dobrino, ki je predmet pogodbe.	Prodajalec nakupne opcije ima dolžnost, da na točno določen dan (evropska opcija) oziroma v celotnem obdobju do izvršilnega dne (ameriška opcija) proda po vnaprej določeni ceni finančni instrument ali dobrino, ki je predmet pogodbe.
Prodajna opcija	Put option	Kupec prodajne opcije ima pravico in ne dolžnost, da na točno določen dan (evropska opcija) oziroma v celotnem obdobju do izvršilnega dne (ameriška opcija) proda po vnaprej določeni ceni finančni instrument ali dobrino, ki je predmet pogodbe.	Prodajalec prodajne opcije ima dolžnost, da na točno določen dan (evropska opcija) oziroma v celotnem obdobju do izvršilnega dne (ameriška opcija) kupi po vnaprej določeni ceni finančni instrument ali dobrino, ki je predmet pogodbe.

Vir: Hull, 1998.

PRILOGA 5

KALIFORNIJSKA ENERGETSKA KRIZA

Kalifornija je bila prva ameriška zvezna država, ki se je odločila deregulirati svoje elektrogospodarstvo. Sledila je zgledu nekaterih evropskih držav, med katerimi so ta proces najprej izpeljale Velika Britanija in skandinavske države. Dobro izpeljan prehod od monopola do razmer svobodnega trga je porabnikom v teh državah omogočil vrsto koristi, kot so večja zanesljivost, nižje cene in boljša oskrba z električno energijo. V Kaliforniji ni šlo tako gladko. Po sprejetju deregulacijske zakonodaje leta 1996 so se namesto pričakovanih pozitivnih sprememb pojavili obratni učinki in leta 2000 celo globoka kriza v preskrbi z električno energijo.

V Kaliforniji se je v drugi polovici 90-ih let zaradi gospodarskega razcveta povečala poraba električne energije. K povečanju porabe so prispevale navzdol omejene cene, po katerih so distribucijska podjetja prodajala elektriko končnim porabnikom. Po drugi strani je bil kalifornijski elektroenergetski sistem star, drag in neučinkovit. Zmogljivosti so bile nezadostne, saj v Kaliforniji v 90-ih letih ni bila zgrajena nobena elektrarna. Razlogi za to izvirajo iz negotovosti, pomanjkanja skladnega načrta gradnje elektrarn na zvezni ravni, strogih okoljevarstvenih zakonov in nezaželenosti takih obratov v bližini naselij. V drugi polovici leta 2000 četrtnina elektrarn ni obratovala, ker so bile bodisi v popravilu bodisi so že presegle letno omejitev škodljivih emisij. V predhodnih tovrstnih situacijah so distribucijska podjetja električno energijo običajno kupovala od elektrarn v zveznih državah severno od Kalifornije, vendar so nizke temperature v teh državah prispevale k povečanju povpraševanja, visoke cene zemeljskega plina pa k zmanjšanju ponudbe. Kot posledice povečanega povpraševanja in premajhnih zmogljivosti v Kaliforniji so nastopili električni mrki in visoke cene električne energije pri prodaji na debelo. Na kalifornijski borzi električne energije (California Power Exchange) je cena za megavatno uro²⁴ v letu 2000 narasla s 30 na 1400 USD. Distribucijska podjetja visokih cen niso mogla prevaliti na porabnike, saj jim predpisi tega niso dovoljevali. Tako so morala kupovati elektriko po ceni, petkrat višji od prodajne. Zašla so v izgube in dolgove, kar je terjalo državno pomoč. Na koncu se je proces deregulacije pravzaprav obrnil in prešel v proces podžavljanja.

Razlogov za neuspeh deregulacije v Kaliforniji je več. Slab vpliv je imelo zaviranje konkurence med prodajalci na drobno. To so s svojimi ukrepi povzročili regulativni organi, ki so na novo vstopajoča podjetja obremenili z dodatnimi stroški, s katerimi naj bi se nadomestile investicije podjetij pred deregulacijo. Zato je le malo kalifornijskih gospodinjstev zamenjalo svojega dobavitelja električne energije in namen prostega trga ni bil dosežen. Za eno večjih napak se je izkazala tudi zamrznitev drobnoprodajnih cen za nekaj let. Zanj so se politiki odločili zaradi domnevne zaščite potrošnikov, vendar so verjetno želeli predvsem

²⁴ Megavatna ura je količina elektrike, ki jo v eni uri porabi približno 1.000 stanovanjskih hiš.

pridobiti čimveč volilcev. Ta ukrep porabnikov ni spodbudil k varčevanju z električno energijo, saj se njihovo povečano povpraševanje ni odrazilo v višjih cenah. Po drugi strani distribucijska podjetja visokih cen na trgu na debelo niso mogla prevaliti na končne porabnike in so se zato znašla v resnih finančnih težavah.

PRILOGA 6

VPRAŠALNIK

Navodilo za izpolnjevanje vprašalnika: pri vsaki trditvi med možnostmi 1 do 5, 1 do 2 ali več izbirami obkrožite številko pred tistim odgovorom, za katerega menite, da najboljšje opisuje Vaše podjetje. Kjer se trditev nanaša na slovenska podjetja, obkrožite številko pred tisto možnostjo, za katero menite, da jih najboljšje opisuje.

I. ZNAČILNOSTI POSLOVANJA PODJETJA

1. Vaše podjetje bi bolje poslovalo, če bi bila vaša dejavnost manj regulirana / bolj prepuščena tržnim silnicam.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – menim, da ne bi bilo sprememb	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------------------	-----------------	----------------------

2. Vaše podjetje si prizadeva, da bi bila vaša panoga manj regulirana s strani države (izvaja dejavnosti v tej smeri).

1 – sploh ne izvaja	2 – ne izvaja	3 – občasno izvaja	4 – pogosto izvaja	5 – zelo pogosto izvaja
---------------------	---------------	--------------------	--------------------	-------------------------

3. Ali svojim strankam ob njihovem nakupu pomagata narediti finančno konstrukcijo / jih kreditirate ?

1 – pomagamo jim narediti finančno konstrukcijo	2 – jih kreditiramo	3 - oboje	4 – nič od tega
---	---------------------	-----------	-----------------

4. Za vaše podjetje je dobro ime pri kupcih, v okolju

1 – zelo nepomembno	2 – nepomembno	3 – niti pomembno niti nepomembno	4 – pomembno	5 – zelo pomembno
---------------------	----------------	-----------------------------------	--------------	-------------------

5. Vaše podjetje se poleg osnovne dejavnosti ukvarja tudi s finančnimi dejavnostmi / trgovanjem z vrednostnimi papirji.

1 – se ne ukvarja z nobeno finančno dejavnostjo	2 – trguje z vrednostnimi papirji	3 – se ukvarja z drugimi finančnimi dejavnostmi (prosim napišite katerimi)
---	-----------------------------------	--

6. Kakšno mnenje menite da imajo zunanji lastniki podjetij (skladi, banke, ne-finančna podjetja) o etičnosti slovenskih managerjev ? Po njihovem mnenju je etičnost managerjev:

1 – na zelo nizkem nivoju	2 – na nizkem nivoju	3 – niti na visokem niti na nizkem nivoju	4 – na visokem nivoju	5 – na zelo visokem nivoju
---------------------------	----------------------	---	-----------------------	----------------------------

II. KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE

1. Poslovanje slovenskih podjetij je transparentno.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen-(a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

2. Slovenski sistem korporacijskega upravljanja v ustrezni meri spodbuja podjetja k temu, da pošteno poslujejo.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – nima posebnega vpliva	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	---------------------------	-----------------	----------------------

3. Moč in vpliv, ki ju imajo slovenski managerji v svojih podjetjih, je:

1 – izrazito premajhna	2 – premajhna	3 – primerna	4 – prevelika	5 – izrazito prevelika
------------------------	---------------	--------------	---------------	------------------------

4. Nadzorni sveti imajo moč in vpliv, ki sta:

1 – izrazito premajhna	2 – premajhna	3 – primerna	4 – prevelika	5 – izrazito prevelika
------------------------	---------------	--------------	---------------	------------------------

5. Člani nadzornih svetov / člani uprav bi morali razkriti več podatkov o svojih prihodkih in finančnih povezavah.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen-(a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

6. Vodilni managerji morajo delovati tako, da zasledujejo interese:

1 – gospodarske družbe kot celote	2 – samo lastnikov	3 – v enaki meri interese lastnikov in zaposlenih	4 – interese lastnikov v manjši meri, zaposlenih v večji meri	5 – samo interese zaposlenih	6 – predvsem svoje interese
-----------------------------------	--------------------	---	---	------------------------------	-----------------------------

7. Nadzorni sveti v Sloveniji imajo ustrezno strukturo.

1 – da, razmerje članov, imenovanih s strani lastnikov in s strani svetov delavcev je ustrezno	2 – v nadzornih svetih bi moralo biti več članov, imenovanih s strani lastnikov	3 – v nadzornih svetih bi moralo biti več članov, imenovanih s strani zaposlenih
--	---	--

8. Vaše podjetje ima:

Podjetje ali podružnico v tujini

1 – podjetje v tujini	2 – podružnico v tujini	3 – oboje	4 – nič od tega
-----------------------	-------------------------	-----------	-----------------

Kapitalsko povezane družbe doma ali v tujini

1 – doma	2 – v tujini	3 – tako doma kot v tujini	4 – niti doma niti v tujini
----------	--------------	----------------------------	-----------------------------

9. Poslovanje kapitalsko povezanih družb prikazujete v letnem poročilu.

1 – da, njihov poslovni izid v celoti konsolidiramo v poslovni izid matičnega podjetja	2 – da, njihov poslovni izid deloma konsolidiramo v poslovni izid matičnega podjetja	3 – da, a njihov poslovni izid ne konsolidiramo in ga prikazemo ločeno	3 - ne
--	--	--	--------

10. Nadzorni svet ustrezno nadzoruje poslovanje kapitalsko povezanih družb.

1 – povsem neustrezno	2 – neustrezno	3 – niti ustrezno niti neustrezno	4 – ustrezno	5 – povsem ustrezno
-----------------------	----------------	-----------------------------------	--------------	---------------------

11. V vašem podjetju imate revizijski odbor (Audit Commite).

1 – da	2 – ne	3 – ne, a ga nameravamo uvesti	4 – ne, in ga ne nameravamo uvesti
--------	--------	--------------------------------	------------------------------------

12. Če ga imate, deluje

1 – povsem neustrezno	2 – neustrezno	3 – niti ustrezno niti neustrezno	4 – ustrezno	5 – povsem ustrezno
-----------------------	----------------	-----------------------------------	--------------	---------------------

13. Sestava revizijskega odbora (RO) v vašem podjetju je sledeča:

1 – člani RO so samo člani nadzornega sveta	2 – več kot polovica članov RO je članov nadzornega sveta	3 – več kot polovica članov RO je zunanjih strokovnjakov	4 – člani RO so samo zunanji strokovnjaki
---	---	--	---

14. Večina članov revizijskega odbora, kolikor ga vaše podjetje ima, je finančno neodvisnih od podjetja.

1 – da, ker nimajo nikakršnih finančnih povezav s podjetjem razen plačila za opravljeno delo	2 – da, ker niso zaposleni v podjetju	3 – ne, ker imajo finančne povezave s podjetjem poleg plačila za opravljeno delo	4 – ne, ker so zaposleni v podjetju
--	---------------------------------------	--	-------------------------------------

15. Označite, kako intenzivno institucionalni lastniki v vašem podjetju izvajajo dejavnosti, ki izhajajo iz njihove lastniške/nadzorne funkcije.

Dejavnost	Intenzivno izvajanje	Izvajanje	Praktično ni izvajanja
Soglasje k strategiji in viziji ter spremljanje izvajanja strategije			
Pregledovanje periodičnih poročil podjetja			
Pregledovanje letnih poročil podjetja			
Opozarjanje na rizike			

16. Ali je v vašem podjetju zunanji revizor navzoč na skupščini delničarjev, ko se obravnava letno poročilo?

1 - da	2 - ne
--------	--------

III. ORGANIZACIJSKA KULTURA

1. Vodilni delavci v vašem podjetju upoštevajo pripombe in pomisleke zaposlenih.

1 – nikoli ne upoštevajo	2 – običajno ne upoštevajo	3 – občasno upoštevajo	4 – običajno upoštevajo	5 – vedno upoštevajo
--------------------------	----------------------------	------------------------	-------------------------	----------------------

2. Vodilni delavci v vašem podjetju spodbujajo zaposlene k tveganju in doseganju kratkoročnih nadpovprečnih rezultatov.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen(-a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

3. Vodilni delavci v vašem podjetju spodbujajo zaposlene k tveganju in doseganju *dolgoročnih* nadpovprečnih rezultatov.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen(-a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

4. Napredovanje / obstoj v službi je v vašem podjetju vezan na prispevek posameznika k izboljšanju poslovnega rezultata.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen(-a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

5. Organizacijsko kulturo vašega podjetja lahko označite kot kulturo zmagovalcev (winning to excess).

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen(-a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

IV. FINANČNO POSLOVANJE PODJETJA

1. V primerjavi z drugimi cilji poslovanja je vašemu podjetju maksimizacija tržne vrednosti podjetja

1 – povsem nepomembna	2 – nepomembna	3 – niti pomembna niti nepomembna	4 – pomembna	5 – zelo pomembna
-----------------------	----------------	-----------------------------------	--------------	-------------------

2. V primerjavi z drugimi cilji je vašemu podjetju povečevanje dobička na delnico (EPS, earnings per share)

1 – povsem nepomembno	2 – nepomembno	3 – niti pomembno niti nepomembno	4 – pomembno	5 – zelo pomembno
-----------------------	----------------	-----------------------------------	--------------	-------------------

3. Vaše podjetje uporablja ali namerava v kratkem začeti uporabljati izvedene finančne instrumente (derivative, kot so nakupne in prodajne opcije, termenske pogodbe itd.).

1 – jih že uporablja	2 – jih še ne uporablja, a jih v kratkem namerava začeti uporabljati	3 – jih še ne uporablja, a razmišlja o njihovi uporabi	4 – jih ne uporablja in ne razmišlja o njihovi uporabi
----------------------	--	--	--

4. Če jih uporabljate, ali objavljate v letnih poročilih, da jih uporabljate in kakšnim tveganjem se s tem izpostavljate ?

1 – objavljamo da jih uporabljamo in kakšnim tveganjem se s tem izpostavlja podjetje	2 – objavljamo da jih uporabljamo, a ne objavljamo kakšnim tveganjem se s tem izpostavlja podjetje	3 – ne objavljamo da jih uporabljamo
--	--	--------------------------------------

5. V vašem podjetju so managerji nagrajeni z delnicami / opcijami na delnice.

1 – z delnicami in opcijami na delnice	2 – samo z delnicami	3 – samo z opcijami na delnice	4 – niti z delnicami niti z opcijami
--	----------------------	--------------------------------	--------------------------------------

6. Ali je vaše podjetje kdaj izdalo obveznice ?

1 – da	2 – ne še, a jih namerava v kratkem izdati	3 – ne še, a razmišlja o njihovi izdaji	4 – ne, in ne razmišlja o izdaji
--------	--	---	----------------------------------

7. Finančna boniteta vam je

1 – povsem nepomembna	2 – nepomembna	3 – niti pomembna niti nepomembna	4 – pomembna	5 – zelo pomembna
-----------------------	----------------	-----------------------------------	--------------	-------------------

8. Vaše podjetje je moralo v preteklosti popraviti računovodske izkaze za pretekla obdobja.

1 – da	2 – ne
--------	--------

9. Banka, ki vašemu podjetju izdaja posojila, zanj opravlja tudi dejavnosti investicijskega bančništva.

1 – da	2 – posle kreditiranja in investicijskega bančništva za nas opravljata dve ločeni instituciji	3 – naše podjetje ne najema institucij za opravljanje dejavnosti investicijskega bančništva	4 – naše podjetje ne najema posojil ali institucij za opravljanje dejavnosti investic. bančništva
--------	---	---	---

V. VPLIV KAPITALSKEGA TRGA NA POSLOVANJE PODJETIJ

1. Cene delnic na slovenskem kapitalskem trgu so v tesni povezavi s pričakovanimi poslovnimi izidi podjetij.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen-(a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

2. Vaše podjetje si prizadeva ustreči pričakovanjem kapitalskega trga.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen-(a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

3. Intenzivno zasledovanje cilja visokega donosa na kapital bi imelo pomemben vpliv na ceno delnice vašega podjetja.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen-(a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

4. Udeleženci kapitalskega trga (borzni analitiki, upravljalci portfeljev itd.) so ustrezno kritični do števil v letnih poročilih.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen-(a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

VI. VLOGA REVIZIJSKIH HIŠ

1. Letna poročila podjetij v Sloveniji so realna in poštena slika njihovega poslovanja.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen-(a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

2. Vaša izbrana revizijska hiša poleg revidiranja za vaše podjetje opravlja tudi druge storitve.

1 – da, svetovalne storitve	2 – da, vendar ne svetovalne (prosim napišite katere)	3 - ne
-----------------------------	---	--------

3. Kakšni bi morali biti računovodski standardi: sistem pravil ali skupek nekaj načel, ki so bistvena za pošteno poročanje o poslovanju podjetja ?

1 - Sistem pravil	2 - Skupek načel
-------------------	------------------

4. Upoštevanje računovodskih standardov bi moralo biti bolj strogo nadzorovano, in v ta namen bi se moral ustanoviti poseben organ.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen-(a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

5. Revizorji v Sloveniji so dovolj kritični, in delujejo kot bi morali – kot prvi in osnovni branik integritete poročil podjetij in delovanja kapitalskih trgov.

1 – se sploh ne strinjam	2 – se ne strinjam	3 – sem nevtralen-(a)	4 – se strinjam	5 – se zelo strinjam
--------------------------	--------------------	-----------------------	-----------------	----------------------

VII. SPLOŠNA VPRAŠANJA

• Vaši podatki: spol (M/Ž), starost (prosim vpišite)

Spol	Starost
------	---------

• Vaše podjetje je v borzni kotaciji / na prostem trgu

1 - Borzna kotacija	2 - Prosti trg
---------------------	----------------

• Dejavnost vašega podjetja: proizvodnja, storitve, finančna dejavnost, drugo

1 - Proizvodnja	2 - Storitve	3 - Finančna dejavnost	4 - Drugo (prosim navedite)
-----------------	--------------	------------------------	-----------------------------

• Vaše podjetje je v pretežni zunanji (investicijski skladi, banke, druga ne-finančna podjetja, država) ali notranji (zaposleni, nekdanji zaposleni) lasti

1 - Zunanji lastniki	2 - Notranji lastniki
----------------------	-----------------------

• Velikost vašega podjetja (prosim navedite število zaposlenih)

Število zaposlenih

• Kako ocenjujete finančno stanje vašega podjetja

1 - Finančna kriza	2 - Podjetje ima izgubo	3 - Podjetje je povprečno donosno (glede na slovensko povprečje)	4 - Nadpovprečno donosno podjetje (glede na slovensko povprečje)	5 - Zelo donosno podjetje (glede na slovensko povprečje)
--------------------	-------------------------	--	--	--

- Delež izvoza v celotni prodaji vašega podjetja (številka, zaokrožena na 5%)

Delež izvoza

ZA SODELOVANJE SE VAM NAJLEPŠE ZAHVALJUJEM !

PRILOGA 7

REZULTATI RAZISKAVE

Vprašanje 1.1

Tabela 1:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 1.1.	39	3,13	,951

Vprašanje 1.2

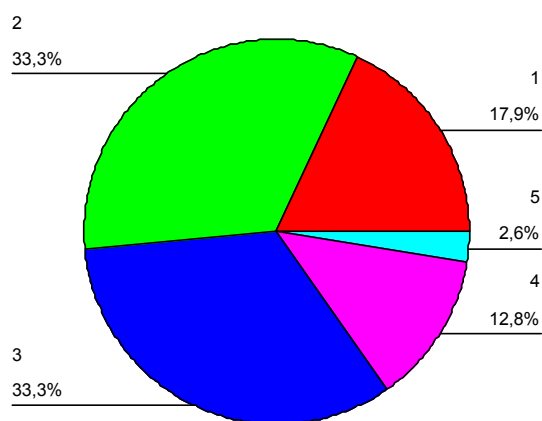
Tabela 2:

Vprašanje 1.2

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	7	17,9	17,9	17,9
2	13	33,3	33,3	51,3
3	13	33,3	33,3	84,6
4	5	12,8	12,8	97,4
5	1	2,6	2,6	100,0
Skupno	39	100,0	100,0	

Slika 1:

Vprašanje 1.2



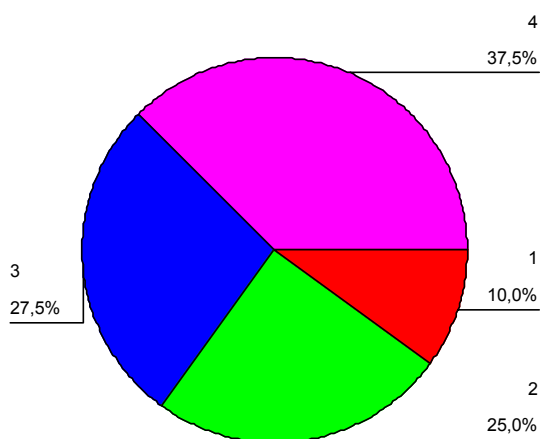
Vprašanje 1.3

Tabela 3:

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	4	10,0	10,0	10,0
2	10	25,0	25,0	35,0
3	11	27,5	27,5	62,5
4	15	37,5	37,5	100,0
Skupno	40	100,0	100,0	

Slika 2:

Vprašanje 1.3



Vprašanje 1.4

Tabela 4:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 1.4	40	4,03	1,459

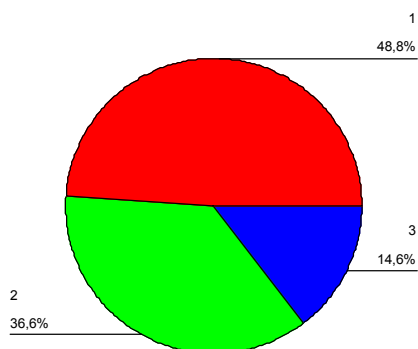
Vprašanje 1.5

Tabela 5:

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	20	48,8	48,8	48,8
2	15	36,6	36,6	85,4
3	6	14,6	14,6	100,0
Skupno	41	100,0	100,0	

Slika 3:

Vprašanje 1.5



Vprašanje 1.6

Tabela 6:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 1.6	41	3,24	,582

Vprašanje 2.1

Tabela 7:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 2.1	41	3,00	,922

Vprašanje 2.2

Tabela 8:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 2.2	41	3,15	,727

Vprašanje 2.3

Tabela 9:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 2.3	41	2,98	,524

Vprašanje 2.4

Tabela 10:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 2.4	41	2,85	,527

Vprašanje 2.5

Tabela 11:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 2.5	41	3,15	,910

Vprašanje 2.6

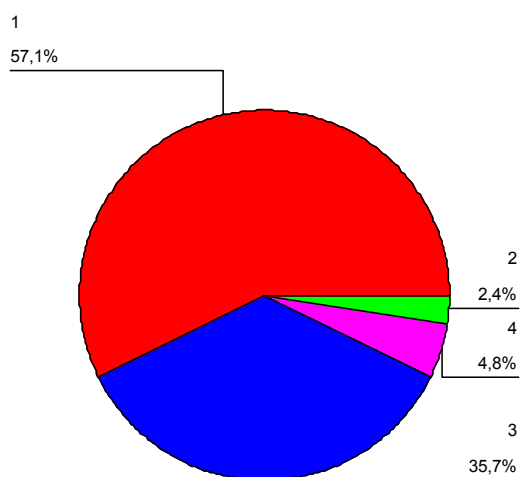
Tabela 12:

Vprašanje 2.6

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	24	57,1	57,1	57,1
2	1	2,4	2,4	59,5
3	15	35,7	35,7	95,2
4	2	4,8	4,8	100,0
Skupno	42	100,0	100,0	

Slika 4:

Vprašanje 2.6

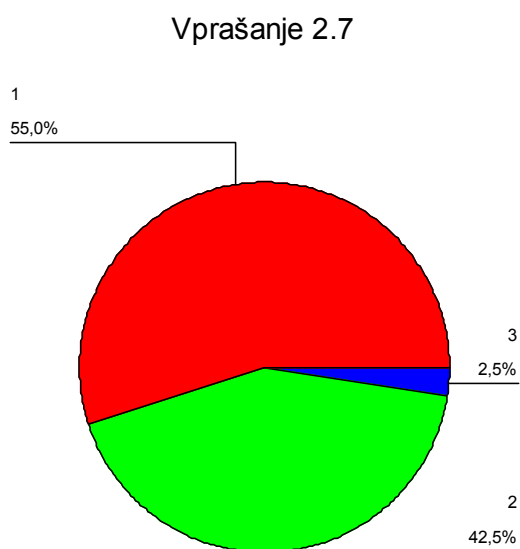


Vprašanje 2.7

Tabela 13:

Vprašanje 2.7					
		N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni	1	22	55,0	55,0	55,0
	2	17	42,5	42,5	97,5
	3	1	2,5	2,5	100,0
	Skupno	40	100,0	100,0	

Slika 5:



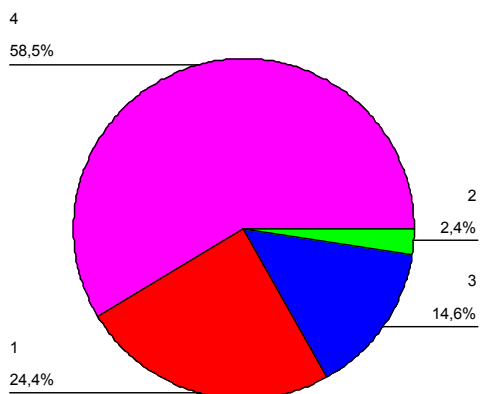
Vprašanje 2.8a

Tabela 14:

Vprašanje 2.8a					
		N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni	1	10	24,4	24,4	24,4
	2	1	2,4	2,4	26,8
	3	6	14,6	14,6	41,5
	4	24	58,5	58,5	100,0
	Skupno	41	100,0	100,0	

Slika 6:

Vprašanje 2.8a



Vprašanje 2.8b

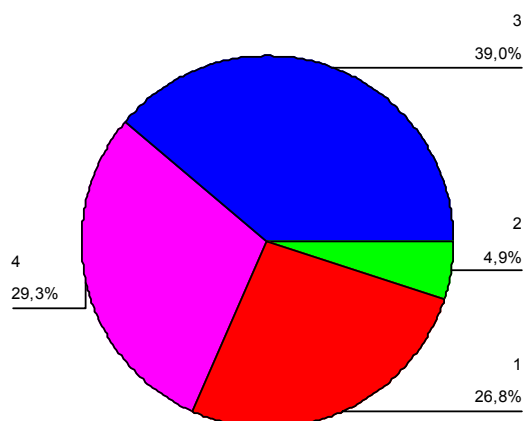
Tabela 15:

Vprašanje 2.8b

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	11	26,8	26,8	26,8
2	2	4,9	4,9	31,7
3	16	39,0	39,0	70,7
4	12	29,3	29,3	100,0
Skupno	41	100,0	100,0	

Slika 7:

Vprašanje 2.8b

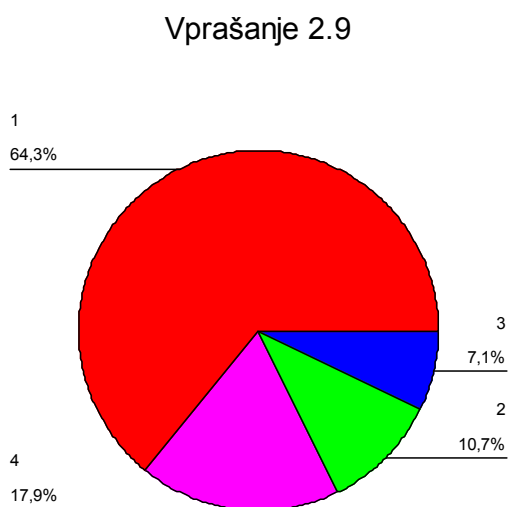


Vprašanje 2.9

Tabela 16:

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	18	64,3	64,3	64,3
2	3	10,7	10,7	75,0
3	2	7,1	7,1	82,1
4	5	17,9	17,9	100,0
Skupno	28	100,0	100,0	

Slika 8:



Vprašanje 2.10

Tabela 17:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 2.10	30	4,07	,450

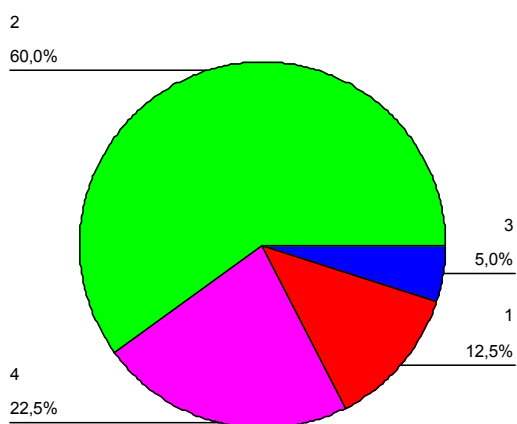
Vprašanje 2.11

Tabela 18:

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	5	12,5	12,5	12,5
2	24	60,0	60,0	72,5
3	2	5,0	5,0	77,5
4	9	22,5	22,5	100,0
Skupno	40	100,0	100,0	

Slika 9:

Vprašanje 2.11



Vprašanje 2.12

Tabela 19:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 2.12	6	4,00	,632

Vprašanje 2.13

Tabela 20:

Vprašanje 2.13

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	3	60,0	60,0	60,0
3	1	20,0	20,0	80,0
4	1	20,0	20,0	100,0
Skupno	5	100,0	100,0	

Vprašanje 2.14

Tabela 21:

Vprašanje 2.14

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	3	60,0	60,0	60,0
2	1	20,0	20,0	80,0
3	1	20,0	20,0	100,0
Skupno	5	100,0	100,0	

Vprašanje 2.15a

Tabela 22:

Vprašanje 2.15a					
		N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni	1	18	47,4	47,4	47,4
	2	16	42,1	42,1	89,5
	3	4	10,5	10,5	100,0
	Skupno	38	100,0	100,0	

Vprašanje 2.15b

Tabela 23:

Vprašanje 2.15b					
		N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni	1	24	61,5	61,5	61,5
	2	14	35,9	35,9	97,4
	3	1	2,6	2,6	100,0
	Skupno	39	100,0	100,0	

Vprašanje 2.15c

Tabela 24:

Vprašanje 2.15c					
		N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni	1	29	74,4	74,4	74,4
	2	10	25,6	25,6	100,0
	Skupno	39	100,0	100,0	

Vprašanje 2.15d

Tabela 25:

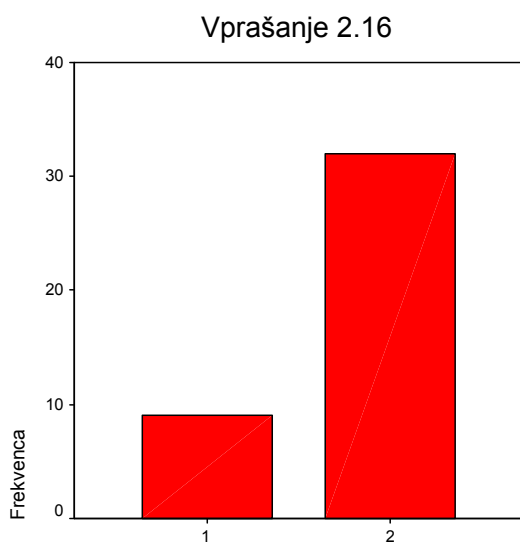
Vprašanje 2.15d					
		N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni	1	13	34,2	34,2	34,2
	2	18	47,4	47,4	81,6
	3	7	18,4	18,4	100,0
	Skupno	38	100,0	100,0	

Vprašanje 2.16

Tabela 26:

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	9	22,0	22,0	22,0
2	32	78,0	78,0	100,0
Skupno	41	100,0	100,0	

Slika 10:



Vprašanje 3.1

Tabela 27:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 3.1	41	3,66	,530

Vprašanje 3.2

Tabela 28:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 3.2	41	3,27	,867

Vprašanje 3.3

Tabela 29:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 3.3	40	3,48	,905

Vprašanje 3.4

Tabela 30:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 3.4	40	3,95	,783

Vprašanje 3.5

Tabela 31:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 3.5	41	3,41	,741

Vprašanje 4.1

Tabela 32:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 4.1	41	3,73	,742

Vprašanje 4.2

Tabela 33:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 4.2	41	3,98	,474

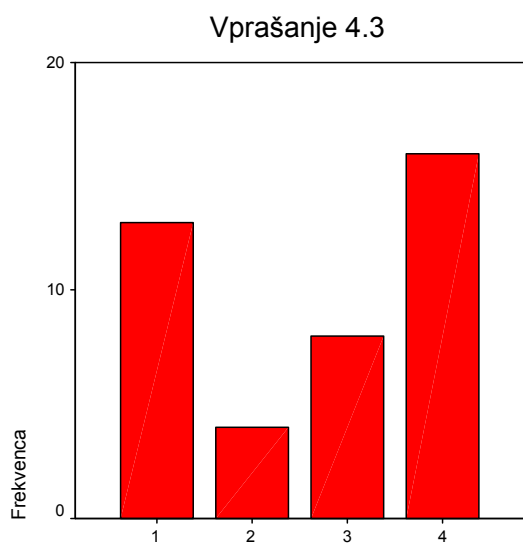
Vprašanje 4.3

Tabela 34:

Vprašanje 4.3

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	13	31,7	31,7	31,7
2	4	9,8	9,8	41,5
3	8	19,5	19,5	61,0
4	16	39,0	39,0	100,0
Skupno	41	100,0	100,0	

Slika 11:



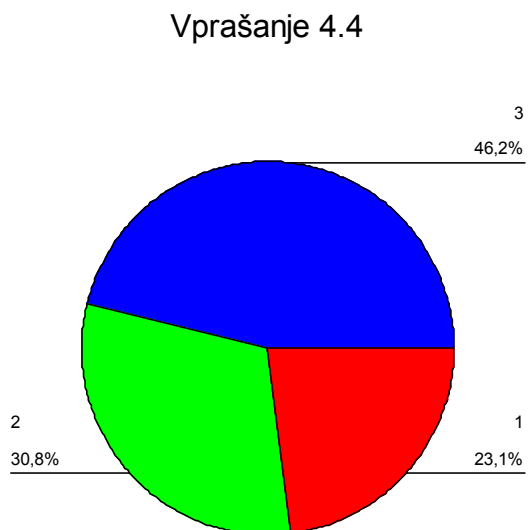
Vprašanje 4.4

Tabela 35:

Vprašanje 4.4

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	3	23,1	23,1	23,1
2	4	30,8	30,8	53,8
3	6	46,2	46,2	100,0
Skupno	13	100,0	100,0	

Slika 12:

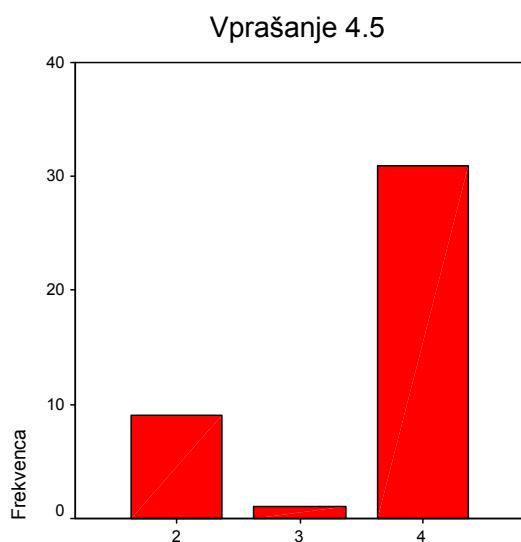


Vprašanje 4.5

Tabela 36:

Vprašanje 4.5					
		N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni	2	9	22,0	22,0	22,0
	3	1	2,4	2,4	24,4
	4	31	75,6	75,6	100,0
	Skupno	41	100,0	100,0	

Slika 13:



Vprašanje 4.6

Tabela 37:

Vprašanje 4.6					
		N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni	1	9	22,0	22,0	22,0
	3	3	7,3	7,3	29,3
	4	29	70,7	70,7	100,0
	Skupno	41	100,0	100,0	

Vprašanje 4.7

Tabela 38:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 4.7	41	4,54	,778

Vprašanje 4.8

Tabela 39:

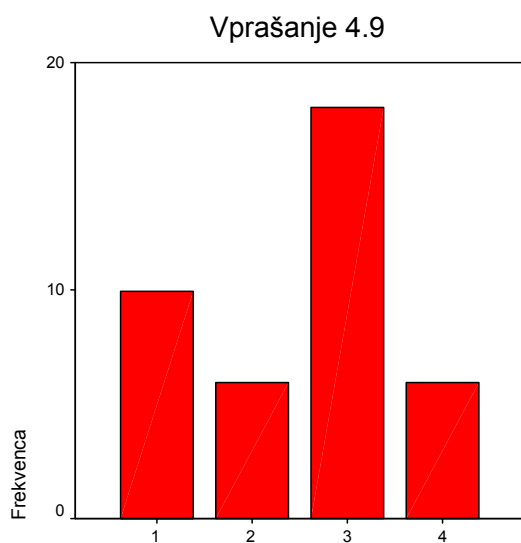
	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	3	7,3	7,3	7,3
2	38	92,7	92,7	100,0
Skupno	41	100,0	100,0	

Vprašanje 4.9

Tabela 40:

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	10	25,0	25,0	25,0
2	6	15,0	15,0	40,0
3	18	45,0	45,0	85,0
4	6	15,0	15,0	100,0
Skupno	40	100,0	100,0	

Slika 14:



Vprašanje 5.1

Tabela 41:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 5.1	41	2,41	,948

Vprašanje 5.2

Tabela 42:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 5.2	41	3,41	,670

Vprašanje 5.3

Tabela 43:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 5.3	41	3,56	,776

Vprašanje 5.4

Tabela 44:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 5.4	41	3,24	,830

Vprašanje 6.1

Tabela 45:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 6.1	41	3,56	,709

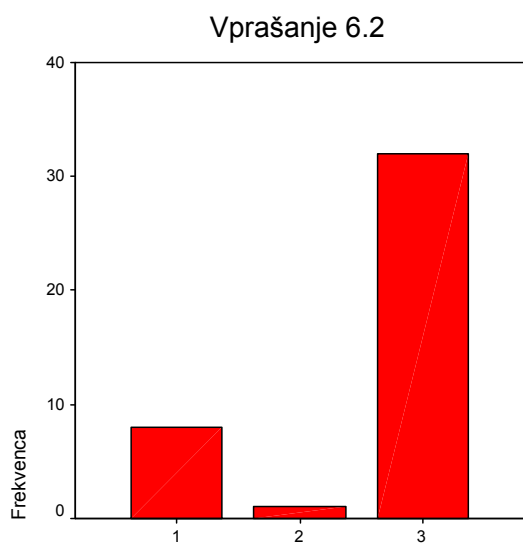
Vprašanje 6.2

Tabela 46:

Vprašanje 6.2

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	8	19,5	19,5	19,5
2	1	2,4	2,4	22,0
3	32	78,0	78,0	100,0
Skupno	41	100,0	100,0	

Slika 15:



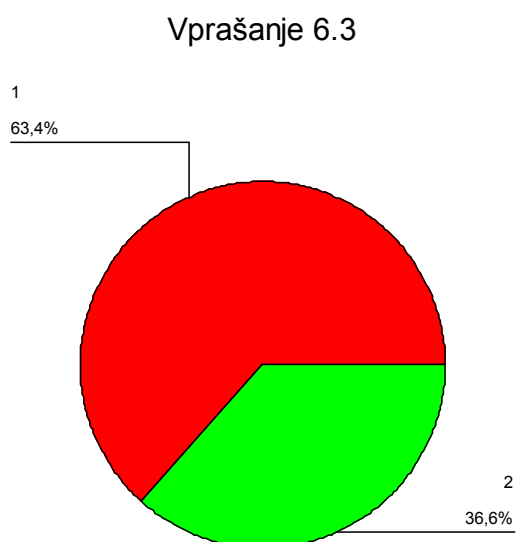
Vprašanje 6.3

Tabela 47:

Vprašanje 6.3

	N	%	Vključeni %	Kumulativa %
Vključeni 1	26	63,4	63,4	63,4
2	15	36,6	36,6	100,0
Skupno	41	100,0	100,0	

Slika 16:



Vprašanje 6.4

Tabela 48:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 6.4	40	2,88	,791

Vprašanje 6.5

Tabela 49:

	Število odgovorov	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Vprašanje 6.5	41	3,41	,741

7. Splošna vprašanja

	Skupno	Borzna kotacija	Prosti trg
Spol	34 M, 7 Ž	10 M, 4 Ž	24 M, 3 Ž
Starost anketiranca (povprečje)	46,1 let	48,4 let; mediana 48,5 let	43,8 let; mediana 43 let
Borzna kotacija/prosti trg	41	14	27
Dejavnost	Proizvodnja: 21 Storitve: 13 Finančna dejavnost: 7 Drugo: 1	Proizvodnja: 6 Storitve: 6 Finančna dejavnost: 1 Drugo: 1	Proizvodnja: 15 Storitve: 7 Finančna dejavnost: 6 Drugo: 0
Prevladujoče lastništvo	Zunanji lastniki: 35 Notranji lastniki: 5	Zunanji lastniki: 13 Notranji lastniki: 1	Zunanji lastniki: 22 Notranji lastniki: 4
Število zaposlenih (povprečje)	1035	1804; mediana: 760	266; mediana: 200
Ocena finančnega stanja	Zelo donosno podj.: 7 Donosno: 11 Povprečno donosno: 19 Izguba: 4 Finančna kriza: 0	Zelo donosno: 4 Donosno: 5 Povprečno donosno: 5 Izguba: 0 Finančna kriza: 0	Zelo donosno: 3 Donosno: 6 Povprečno donosno: 14 Izguba: 4 Finančna kriza: 0
Delež izvoza (povprečje)	43,5%	35,7% mediana: 30%	52% mediana: 65%

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

corporation - korporacija
initial public offering – prva javna ponudba delnic
corporate governance – korporacijsko upravljanje
executive management – vodilno izvršilno osebje
board of directors – direktorski odbor
bonding costs – stroški pripadnosti
separation of ownership and control – ločitev lastništva in upravljanja
residual control rights – rezidualne pravice upravljanja
duty of loyalty – dolžnost lojalnosti
fiduciary duty – fiduciarna dolžnost
compensation – plačilo
chief executive officer – glavni izvršilni uradnik
whistleblower – oseba, ki je pripravljena razkriti goljufijo
junk bond – visoko tvegana obveznica
proxy statement – poročilo pooblaščenecv delničarjem
Vorstand – predstojništvo
stock option – opcija na delnico
credit rating agency – bonitetna agencija
trader – posrednik
off-balance-sheet-partnership – nekonsolidirano družabniško podjetje
special purpose entity – entiteta s posebnim namenom
open position – odprta pozicija
energy product – energent
partner – družabnik
volatility – nestabilnost
swap – zamenjava
floating price – plavajoča cena
marking-to-market accounting – knjiženje po tržni vrednosti
over the counter derivatives – trgovanje z derivativi preko okenca
originator – izvorik
non-recourse financing – nepovratno financiranje
value at risk method – metoda tvegane vrednosti
prudency reserves – previdnostne rezerve
forward curves – terminske krivulje
investment grade – kreditna boniteteta na ravni nizko tveganih dolžniških instrumentov
road tripping – kroženje
prepaid swap – vnaprejšnje plačilo