

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**KONCENTRIRANO LASTNIŠTVO KOT MEHANIZEM VLADANJA
PODJETJU: VPLIV NA USPEŠNOST PODJETIJ V SLOVENIJI**

Ljubljana, december 2003

BORIS DOMANOVIĆ

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

UVOD	1
1. LOČITEV LASTNIŠTVA IN UPRAVLJANJA: PROBLEM AGENTA	2
1.1. Opredelitev vladanja podjetju	2
1.2. Management in rezidualne kontrolne pravice	4
2. PROBLEM AGENTA IN FINANCIRANJE PODJETIJ	6
2.1. Razlaga financiranja podjetja, ki ne temelji na 'vladanje podjetju'	7
2.2. Prevzemi	8
2.3. Spodbude	8
2.4. Pravna zaščita investorjev	10
2.5. Veliki delničarji	12
2.5.1. Koristi koncentriranega lastništva	12
2.5.2. Stroški velikih delničarjev	14
3. VLADANJE PODJETJEM V SLOVENIJI	16
3.1. Lastninjenje slovenskih podjetij	16
3.2. Sistem vladanja v Sloveniji	18
3.3. Pravna podlaga in koncentracija lastništva	18
3.3.1. Dvo tirni sistem	18
3.3.2. Regulacija delniških družb v Sloveniji	20
3.3.3. Postopek glasovanja in koncentracija glasovalnih pravic	20
3.3.4. Prevzemi	22
3.3.5. Institucionalni investitorji	22
3.4. Lastniška struktura slovenskih delniških družb	24
4. LASTNIŠKA STRUKTURA IN USPEŠNOST: ANALIZA	28
4.1. Model in podatki	28
4.2. Rezultati	31
5. SKLEP	34
LITERATURA	36
VIRI	37

UVOD

Mehanizmi vladanja podjetju so ekonomske in pravne institucije, ki jih lahko spreminjamo v političnem procesu (Schleifer, Vishny, 1997, str. 2). Danes se mehanizmom vladanja podjetju v praksi pripisuje čedalje večji pomen, saj razumevanje teh mehanizmov pripomore k razpravi o mejnih izboljšavah razvitih ekonomij ter spodbuja velike institucionalne spremembe tam, kjer je to potrebno.

Nekateri avtorji zagovarjajo idejo, da tržne sile same oblikujejo učinkovite mehanizme vladanja (Alchian, 1950; Stigler, 1958). Na dolgi rok so tako na primer podjetja prisiljena minimizirati stroške in posledično sprejeti mehanizme vladanja, ki jim bodo omogočili dostop do kapitala z najnižjimi možnimi stroški. Podjetnikom je v tem primeru dostop do kapitala na trgu neomejen, pridobivajo ga po konkurenčnih cenah, brez možnosti prisvajanja sredstev podjetja v lastno korist. V resničnem svetu seveda ni tako. Produktivni kapital je zelo specifičen, vlagatelji kapitala pa zahtevajo določen donos na vložena sredstva. Slednje jim zagotavljajo prav mehanizmi vladanja podjetju.

V tej diplomski nalogi bom izhajal iz teorije, ki ločuje lastništvo in upravljanje, ali t.i. teorije agenta. Danes se v teoriji zlasti poudarjata dva mehanizma vladanja podjetju; obema je skupno, da zagotavljata določen vpliv investitorjev. Pri prvem načinu dobijo investitorji moč prek pravnih institucij, ki jim nudijo zaščito pred prisvojitvijo sredstev s strani managerjev (npr. zaščita pravic majhnih delničarjev in pa prepoved managerskega prisvajanja). Drugi mehanizem vladanja podjetju pa predstavlja koncentracija lastništva in glasovalnih pravic, preko katere si investitorji (veliki delničarji) pridobijo moč, da zaščitijo svoje interese. Taki primeri mehanizmov vladanja podjetja so na primer veliki delničarji, vzajemno bančništvo (na Japonskem), prevzemi. V diplomski nalogi bom podrobneje preučil drugi omenjeni mehanizem, torej velike delničarje. Pri tem mehanizmu je vloga sodišč in pravnega sistema manjša, čeprav še vedno zelo pomembna. V okviru tega mehanizma bom predvsem poudaril stroške in koristi koncentriranega lastništva. Povezava med lastniško strukturo in uspešnostjo podjetja je namreč v ospredju razumevanja učinkovitosti alternativnih mehanizmov vladanja podjetju (Gursoy, Aydogan, 1998, str. 1). Razpršeni delničarji imajo zelo slab nadzor nad poslovanjem, bodisi zato, ker se jim nadzor ne splača, ali pa upajo, da bo namesto njih to storil kdo drug (problem zastojkarstva). Zaradi tega se bosta nadzor in posledično uspešnost podjetja izboljševala s koncentracijo lastništva le do neke točke, po tej pa bo začela uspešnost podjetja padati. Največji lastniki bodo namreč pridobili preveliko moč, ki jim bo omogočila, da delujejo v lastno korist in na škodo majhnih lastnikov.

Empirični del diplomske naloge namenja pozornost odnosu med lastniško strukturo in uspešnostjo podjetij v Sloveniji. Na podlagi podatkov o podjetjih, ki kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev in podjetij na prostem trgu, sem analiziral vpliv lastniške strukture podjetij na njihovo tržno uspešnost. V Sloveniji ne gre pričakovati tako imenovane 'strešne oblike' ali kvadratne krivulje povezave med lastniško strukturo in uspešnostjo, kot jo lahko pričakujemo npr. za ZDA in Veliko Britanijo (VB), kjer je koncentracija lastništva majhna. Pri nas je namreč trg kapitala razmeroma slabo razvit, lastniška struktura pa dokaj

koncentrirana, posebej če jo primerjamo z ZDA in VB, kjer je relativno razpršena. Glede na to je bolj verjetno, da bo uspešnost podjetij v Sloveniji z naraščanjem lastniških deležev največjih lastnikov upadala.

Na začetku diplomske naloge bom osvetlil problem ločitve lastništva in upravljanja – t.i. problem agenta. Ta se v teoriji vladanja podjetju odraža kot vprašanje, kako si investitor lahko zagotovi, da ne bo 'okraden' s strani svojih agentov oz. kako preprečiti, da bi bila vložena finančna sredstva uporabljena za nedonosne projekte. Pojasnil bom težave pri sestavljanju pogodb, zakaj so popolne pogodbe nemogoče, komu ostane večina rezidualnih kontrolnih pravic, managerske spodbude ter stroške, povezane s problemom agenta.

V tretjem poglavju bo pojasnjeno, zakaj se investitorji odrečejo denarju in ga dajo na razpolago managerjem. Tako teorija kot praksa namreč kažeta na veliko diskrecijsko moč managerjev pri ravnanju z denarjem, v skrajnem primeru celo na odtujitev večine tega denarja. Prvi možni odgovor se opira na idejo o izgradnji ugleda managerjev in pretiranem optimizmu investorjev. Drugo, bolj pomembno razlago, pa najdemo v mehanizmi vladanja podjetju, ki omogočajo različne ureditve odnosa managerjev do investorjev in ščitijo pravice investorjev.

Četrto poglavje bo namenjeno pregledu mehanizmov vladanja podjetju v Sloveniji, posebej mehanizmu koncentracije lastništva. Boljši dostop velikih lastnikov do notranjih informacij o podjetju ter koncentrirana glasovalna moč jim omogočata veliko boljši nadzor nad uspešnostjo podjetja in možnost zamenjave članov uprave (enotirni sistem) oz. nadzornega sveta (dvotirni sistem) v primeru slabega poslovanja (Bohinc, Bainbridge, 2001, str. 16). Kot vsak mehanizem vladanja podjetju, povzroča tudi ta tako koristi kot stroške. Vpliv lastniške strukture na uspešnost podjetja ni jasn. Demsetz in Lehn (1985) na primer v svoji raziskavi ameriških podjetij ne odkrijeta povezave med lastniško strukturo in uspešnostjo podjetja. Na drugi strani pa veliko avtorjev zagovarja pozitivno povezavo med lastniško strukturo in uspešnostjo. Ali je ta povezava pozitivna ali negativna tako ostaja empirično vprašanje. Ne glede na to kakšna pa je ta povezava, zagotovo ni velika (Holderness, 2001, str. 9). Kako koncentracija lastništva vpliva na uspešnost podjetij v Sloveniji bom na podlagi empirične raziskave prikazal v petem poglavju.

1. LOČITEV LASTNIŠTVA IN UPRAVLJANJA: PROBLEM AGENTA

1.1. Opredelitev vladanja podjetju

„Ločitev lastništva in upravljanja privede do stanja, ko se lahko interesi lastnika in najvišjega managerja razlikujejo, kar tudi v večini primerov velja, in ko večina varoval, ki so služile, da se omeji uporaba moči, popusti...“ (Berle, Means, 1933)

Bistvo problema, ki sta ga opisala Berle in Means, je ločitev funkcije upravljanja in lastništva. Podjetnik ali manager pridobi sredstva od investorjev z namenom, da jih

produktivno uporabi ali pa da zmanjša svoj delež v podjetju. Investitorji po drugi strani rabijo specifičen človeški kapital managerjev, da ustvarijo dobiček na vložena sredstva. Tako razmerje ali razmerje agenta ('agency relationship') je pogodba, v kateri ena ali več oseb (principali – delničarji) stopijo v razmerje z drugo osebo (agent – manager), ki bo delovala v imenu principala, in vključuje dodelitev avtoritete za sprejemanje odločitev agentu (Jensen, Smith, 2000, str. 2). Na kratko lahko rečemo, da ima lastnik v lasti sredstva podjetja, a jih ne upravlja, managerji pa jih upravljajo, a jih nimajo v lasti. Managerji so nagnjeni k izkoriščanju te razdvojenosti tako, da se čezmerno nagrajujejo – dajo si več denarja, ki sicer pripada delničarjem – in da upravljajo podjetje neučinkovito, torej ne maksimirajo dobička (Bartlett, 2002).

Poudariti je treba, da je Berlejev in Meansov pogled zasnovan na neoklasičnem podjetju, katerega namen je maksimiranje dobička. V tipični ameriški ali britanski korporaciji je lastništvo razpršeno na veliko število delničarjev. Posamezni delničar nima moči, da bi nadzoroval uspešnost managementa v Berle in Means-ovi kvazi-javni korporaciji. Management ima tako več svobode pri uporabi sredstev podjetja, kot bi jo imel v primeru, če bi se podjetje upravljalo s strani lastnika(ov) ali pa, če bi bilo lastništvo bolj koncentrirano (Demsetz, 1988, str. 187). Berle in Means-ovo kvazi-javno korporacijo upravlja management, ki ga malo zanima dobičkonosnost podjetja in bolj zasebne koristi ter cilji. Berle in Means menita, da takšno obnašanje managementa oslabi družbeno funkcijo zasebne lastnine, saj naj bi bilo maksimiranje dobička povezava med zasebno lastnino in učinkovito uporabo sredstev. Celo sami podjetniki pritrujejo, da maksimiranje dobička ni glavni motiv v poslovnih odločitvah.

Zakaj potem investitorji vseeno vlagajo svoja sredstva v podjetja? Kako so lahko prepričani, da bodo potem, ko investirajo v podjetje, sploh kaj dobili nazaj? V idealnih pogojih bi investitorji in managerji podpisali popolne pogodbe, ki bi določale, kaj naj manager naredi v vsakem možnem primeru in kako naj se razdeli dobiček. To je seveda popolnoma nerealno, saj je nemogoče opisati in predvideti vse možne prihodnje situacije. Zaradi tega je treba med managerje in investitorje razdeliti rezidualne kontrolne pravice – pravice do odločanja v situacijah, ki niso predvidene v pogodbi (Schleifer, Vishny, 1997, str. 3).

Zingales (1997, str. 4) npr. definira vladanje podjetju kot kompleksno množico omejitev, ki oblikujejo ex-post pogajanja o razdelitvi ustvarjene kvazi-rente. Ta rezidualna pravica do ex-post odločitev v nepredvidenih situacijah ima svoj pomen in vrednost. Njen pomen je v pravici do ex-post odločanja, njena vrednost pa v tem, da se lahko ta pravica strateško uporabi v pogajanjih o presežku. Lahko si zamislimo primer, v katerem bi se vse rezidualne kontrolne pravice prenesle na lastnike. Toda, lastniki niso dovolj kvalificirani in informirani za odločanje v nepredvidljivih okoliščinah, zato večino rezidualnih kontrolnih pravic dejansko prepustijo managerjem. V pogodbah so lahko določene le meje rezidualnih pravic managementa pri odločanju, in prav omenjene meje postavljajo oz. oblikujejo mehanizmi vladanja podjetju.

Vladanje podjetju je splet odnosov med interesnimi skupinami v podjetju ter vpliva na uspešnost podjetij, njihovo inovacijsko dejavnost, razvoj, na delovanje trga kapitala ter na financiranje podjetij (Gregorič, 2003). Vključuje različne mehanizme, s katerimi se poskušajo minimizirati transakcijski stroški in stroški agenta. Vladanje podjetju je torej način, s katerim si lastniki poskušajo pridobiti zagotovilo, da bodo njihova vložena sredstva varna in da jim bodo prinašala nek donos. Vse bolj pomembno pa je vprašanje, ali so pomembni samo interesi lastnikov, ali pa je treba upoštevati interese vseh interesnih skupin v podjetju ('stakeholders'). Sodelovanje drugih interesnih skupin v zadevah podjetja je bolj razvito v državah kontinentalne Evrope, in sicer z delavskim zastopništvom v upravnem in nadzornem odboru, ter skozi zahteve delovanja nadzornega sveta v korist celega podjetja (Gregorič, 2003, str. 11).

Države se razlikujejo glede na pomen različnih mehanizmov vladanja podjetju. Ti so naslednji (Gregorič, 2003, str. 9):

- koncentracija lastništva in glasovalnih pravic,
- nadzorni odbori,
- vzajemno bančništvo in financiranje s finančnim vzvodom,
- aktivni institucionalni investitorji,
- prevzemi,
- managerski odkupi,
- na uspešnost vezane managerske pogodbe,
- pravna določila, ki ščitijo majhne delničarje in preprečujejo managersko okoriščanje.

V ZDA in VB so prevzemi prevladujoči mehanizem vladanja podjetju. Za kontinentalno Evropo in Japonsko pa so pomembnejše banke in institucionalni investitorji.

1.2. Management in rezidualne kontrolne pravice

Managerjem ostane večina rezidualnih kontrolnih pravic, zato lahko delujejo tudi v svojo korist. Tako prihaja do nasprotij med interesi managerjev in drugih upravičencev. Po Jensen-u in Smithu (2000, str. 10-11) obstajajo trije viri nasprotij:

1. **Izbira navora** – dodatni napor managerjev zviša vrednost podjetja, a z managerjeve strani je napor nekaj slabega, torej nezaželen.
2. **Različna izpostavljenost tveganju** – managerji imajo pomemben delež svojega imetja, vloženega v podjetju, v obliki specifičnega človeškega kapitala in so zato zaskrbljeni za variabilnost vrednosti podjetja, tudi za tisti del, ki ga delničarji lahko odpravijo z razpršitvijo premoženja.

3. **Različna obzorja (horizonti)** – managerjeve terjatve do podjetja so omejene na trajanje njegove zaposlitve v podjetju. Podjetje pa ima neomejeno trajanje in terjatve delničarjev so terjatve do celotnega rezidualnega denarnega toka v prihodnosti. Managerji tako nižje ocenijo vrednost denarnih tokov v prihodnosti, kot to stori trg.

Zaradi navedenih dejavnikov imajo managerji razlog za delovanje v svojo korist, to je odtujitev investitorjevih sredstev. To lahko storijo na več načinov. Piramidne sheme, ko organizatorji takih shem z denarjem novih investitorjev poplačajo prejšnje, so najpreprostejši način. Obstajajo pa tudi bolj izpopolnjeni načini. Managerji lahko na primer ustanovijo svoja podjetja in potem prodajajo izdelke podjetja, ki ga upravljajo, svojemu podjetju pod tržno ceno. Enako lahko naredijo tudi s prodajo sredstev podjetja lastnemu podjetju. Najboljši primeri takega ravnanja so ruska podjetja na začetku tranzicije, pa tudi podjetja v večini evropskih tranzicijskih držav, v Koreji in celo v Italiji.

V večini razvitih držav, predvsem v ZDA, so investitorji veliko bolje zaščiteni pred takimi dejanji. V teh državah se managerji usmerijo v bolj posredno pridobivanje zasebnih koristi. Gre za t.i. okoriščanje na delu ('shirking'). Demsetz (1988, str. 192) definira okoriščanje na delu kot znesek, za katerega količina potrošnje na delu v razmerah pozitivnih stroškov nadzora presega potrošnjo na delu v primeru ničelnih stroškov nadzora. Managerji lahko na primer uživajo v dragih poslovnih večerjah, poslovnih letalih itd.. Večji stroški pa nastanejo zaradi managerskih lastnih investicijskih projektov in širitve podjetja preko racionalne meje ter ponovnega investiranja dobička namesto izplačila dividend. Nazadnje managerji lahko najbolj škodijo lastnikom tako, da ostanejo na položaju tudi v primeru, ko niso sposobni učinkovito opravljati svojega dela.

Investitorji se seveda zavedajo moči, ki jo imajo managerji, zato so pripravljeni vložiti manj kot optimalni znesek finančnih sredstev. To privede do ex-ante neučinkovitosti. Managerji se lotevajo investicijskih projektov, ki jim prinesejo manj koristi, kot pa povzročijo stroškov investitorjem. Posledica tega je ex-post neučinkovitost. Investitorji bi lahko poskušali tudi podkupiti managerje, in jim ponudili malo več, kot bi managerji zaslužili z investicijskim projektom, kar bi lahko trajalo v nedogled. Delno sicer možnosti groženj in podkupovanja omejujejo pravne zahteve, ki managerje zavezujejo k ravnanju s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika ('duty of loyalty').

Dokazi o obnašanju managerjev, ki ni v korist investitorjev (posebej delničarjev), so se v zadnjih desetih letih nakopičili predvsem na podlagi preučevanja dogodkov na kapitalskem trgu. Glavna ideja je, da padec cen delnic, ki sledi razglasitvi določenih aktivnosti oz. ciljev s strani managerjev, zagotovo koristi njihovem interesu in ne interesu delničarjev. Eden od najboljših dokazov o stroških agenta so najave nakupa drugega podjetja. Raziskave kažejo, da so donosi od razglasa nakupa za kupca pogosto negativni, posebej v podjetjih, kjer je managerski lastniški delež majhen. Najnižji donosi kupca nastanejo v primeru, ko podjetje širi dejavnost oz. kupuje hitro rastoča podjetja. Diverzifikacija in rast sta najpogostejše navedena managerska cilja (Schleifer, Vishny, 1997, str. 15-16). Še boljši primer problema agenta predstavlja odpor managementa pred prevzemom. Mnoge raziskave

so pokazale, da se management manj upira prevzemom v primeru, ko ima vrhnji management finančni interes od prevzema ali pa ko je manj verjetno, da bo s prevzemom izgubil položaj. Iz podatkov v Tabeli 1 vidimo, da se koristi od prevzemov in združitvev realizirajo samo, če prevzem oz. združitev uspe. Ko torej management podjetja, ki je tarča prevzema, sprejeme ukrepe proti prevzemu, delničarji tega podjetja s tem izgubijo. Po drugi strani pa lahko v primeru uspešnega prevzema nasprotovanje managementa prevzemu dvigne ceno delnic podjetja, ki je tarča prevzema, s čimer delničarji lahko veliko pridobijo. Obstajajo tudi mehanizmi, ki zmanjšujejo nasprotovanje managementa prevzemu, in sicer t.i. 'zlata padala', ki predvidevajo precejšnje odpravnine managerjem, če ti neovirano prepustijo podjetje prevzemajočemu podjetju.

Tabela 1: Nenormalne odstotne spremembe cen delnic zaradi uspešnih in neuspešnih prevzemov na podlagi 13 raziskav

Način prevzema	<i>Sprememba cene delnic tarče prevzema</i>		<i>Sprememba cene delnic kupca</i>	
	Uspešen	Neuspešen	Uspešen	Neuspešen
Javna ponudba	30,00%	-3,00%	4,00%	-1,00% ^a
Združitev	20,00%	-3,00%	0,00%	-5,00%
'Proxy fight' ¹	8,00%	8,00%	n.u. ^b	n.u.

^a Ni statistično značilno

^b Ni uporabno

Vir: Jensen, Smith, 2000, str. 16.

Zanimiv primer velike managerske moči in stroškov so primeri nenadne smrti vrhovnih managerjev podjetij. Po njihovi smrti namreč običajno porastejo cene delnic podjetja, ki so ga upravljali. Nadalje na zasebne koristi kontrole opozarja Holderness (2001, str. 5) in navaja raziskavo Barclaya in Holdernessa, ki sta prva raziskala zasebne koristi delničarjev pri trgovanju z velikimi svežnji delnic. Ugotovila sta, da kupci svežnje delnic, ki jih prinašajo določene koristi iz naslova pridobljene glasovalne moči, trgujejo s svežnji po višji ceni – t.j. ceni povišani za premijo, ki bo približek diskontiranih zasebnih koristi v prihodnje. Tej premiji lahko pravimo tudi 'glasovalna premija'. Obstoje 'glasovalne premije' nakazuje na velike stroške agentov (agency cost), vsaj v nekaterih državah (npr. v Izraelu in v Italiji).

¹ Organizirano zbiranje pooblastil z namenom pritožbe na skupščinske sklepe oz. delovanje managerjev.

2. PROBLEM AGENTA IN FINANCIRANJE PODJETIJ

Investitorji vlagajo svoja sredstva v delnice podjetij, čeprav praksa in teorija nakazujeta, da imajo managerji odločilne pravice pri upravljanju teh sredstev. Vprašati se je treba, zakaj sploh obstaja delniška družba. Problem agenta med managerji in navadnimi delničarji v odprtih delniških družbah bi namreč lahko odpravili, če bi odpravili odprtost delniške družbe.

2.1. Razlaga financiranja podjetja, ki ne temelji na 'vladanje podjetju'

Prvi odgovor na vprašanje, zakaj investitorji vseeno investirajo v delniške družbe, ne temelji na mehanizmu vladanja podjetju. Temelji na ugledu podjetij in managerjev ter na predpostavki, da so investitorji naivni. Gradnja ugleda je pogosta razlaga, zakaj se ljudje držijo obljub. V našem primeru to pomeni, da se managerji držijo obljub in poplačajo investitorje, ker si želijo zagotoviti financiranje tudi v prihodnje. Če bi se namreč izkazalo, da predstavlja njihovo podjetje zelo tvegano naložbo z majhno verjetnostjo vrnitve sredstev, investitorji v prihodnosti ne bi bili pripravljeni vlagati v tako podjetje. Taka razlaga ni brez napak. Recimo, da manager v nekem trenutku oceni, da so prihodnje koristi od možnosti pridobitve zunanjih sredstev nižje od stroškov zaradi obljubljenega plačila investitorjem sedaj. V tem primeru manager seveda ne bo poplačal investitorja. Če pa investitorji to pričakujejo, potem ne bodo vložili denar že na začetku. Na tak način zunanje financiranje seveda ni mogoče.

Druga razlaga, zakaj investitorji vlagajo sredstva v podjetja, ne da bi v zameno dobili pravice po nadzoru, temelji na pretiranem optimizmu investitorjev. Ti v svojem navdušenju ne pretehtajo možnosti in računajo na kratkoročni porast cene delnic. Skrajni primer takega obnašanja so sheme Ponzi² oz. piramidne sheme. V teh shemah vodja sheme postopoma pridobiva denar iz zunanjih virov in z denarjem kasnejših investitorjev poplača prejšnje. Piramidne sheme so razširjene na vseh večjih finančnih trgih in so še danes pogoste v nekaterih državah. Novejši statistični dokazi bolj sistematično kažejo na prisotnost pretiranega optimizma investitorjev. Visoko donosne obveznice ('junk bonds'), s katerimi so financirali prevzeme v ZDA v 80-ih letih, so bile npr. sistematično precenjene. Enako velja tudi za delnice v prvi in drugi izdaji (Schleifer, Vishny, 1997, str. 20-21).

Čeprav pretirani optimizem investitorjev vsaj deloma razloži izdaje vrednostnih papirjev, to ni popolna slika. Obstaja še druga razlaga. Zelo malo je namreč verjetno, da bi investitorji vlagali v vrednostne papirje, če managerji lahko vse 'ukradejo'. Dokazi o teoriji agenta nam pokažejo, da si managerji lahko prisvojijo le omejen delež sredstev, investitorjem

² Charles Ponzi, Američan, ki je poskušal obogateti s špekulacijami s poštnimi znamkami različnih držav. Potrebna sredstva pa je dobil z obljubo visokih zaslužkov (40% v 90 dneh). Da bi vse izgledalo zakonito, je prvih nekaj investitorjev poplačal z denarjem naslednjih, kar je načelo t.i. piramidne sheme.

pa je na voljo več mehanizmov, preko katerih si lahko zagotovijo nadzor nad managerji in torej donos na svoj kapital.

2.2. Prevzemi

Sovražni prevzemi so osnovni mehanizem vladanja podjetju, predvsem v državah z razvitim trgom kapitala, to je v ZDA in Veliki Britaniji. Pri sovražnem prevzemu podjetje-kupec, objavi javno ponudbo za odkup delnic razpršenih delničarjev. Tarče prevzemov so največkrat slabo poslujoča podjetja. Glede na to, da uspešnim prevzemom običajno sledi zamenjava (neučinkovitega) managementa ciljnega podjetja, prevzemi delujejo kot mehanizem vladanja podjetju. Uspešni prevzemi večinoma povečajo skupno vrednost ciljnega podjetja in podjetja, ki prevzema (glej Tabelo 1, str. 4). Čeprav naj bi bili prevzemi dober mehanizem vladanja podjetju, obstajajo dvomi o učinkovitosti prevzemov iz več razlogov:

1. Stroški prevzema so precej visoki, tako da pride do prevzemov samo v primerih zelo slabih podjetij. V stroške prevzema je vključeno tudi pričakovano povečanje dobičkov delničarjev ciljnega podjetja, ker slednji sicer ne bodo pripravljeni ponudili svojih delnic v prodajo, temveč jih bodo zadržali, saj bo v primeru uspešnega prevzema vrednost njihovih delnic poskočila.
2. Management prevzemajočega podjetja lahko preplača vrednost podjetja, ki je tarča prevzema, zaradi zasebnih koristi kontrole in tako poveča stroške agenta. Dober trg prevzemov tako managerjem omogoča širitev lastnega imperija.
3. Za učinkovitost prevzemov je potreben tudi likviden trg kapitala, saj si samo tako lahko velika podjetja zagotovijo sredstva za financiranje prevzema.
4. Sovražni prevzemi so zaradi nasprotovanja managerskih lobijev politično izjemno ranljiv mehanizem. Prav zaradi slednjega je danes v veljavi zakonodaja, ki omejuje in določa pogoje prevzemov.

Pri prevzemih lahko omenimo še t.i. LBO-je ('leveraged buyouts'). V primeru LBO skupina investorjev, ki vključuje stare managerje, specializirano odkupno podjetje, banke in javne posojilodajalce, odkupi delnice javnega podjetja. Na ta način managerji prehitijo ostale potencialne kupce podjetja, ki je ranljivo za prevzem (Jarell, 2003). LBO kot način prevzema vključuje visok odstotek izposojenih sredstev (70 odstotkov in več), ki pridejo s strani bank in drugih posojilodajalcev. Študije kažejo, da so LBO-ji učinkoviti pri zmanjševanju problema agenta.

2.3. Spodbude

Glede na to, da so popolne pogodbe neizvedljive, so se v praksi oblikovali različni mehanizmi, ki vodijo delovanje managerjev v smeri povečevanja vrednosti podjetja, kot na

primer spodbudne pogodbe³ ('incentive contracts'). S takimi pogodbami se poskušajo uskladiti interesi lastnikov in managerjev. Za njihovo učinkovitost je nujno, da je mejna vrednost zasebnih koristi takih pogodb za managerje višja od mejnih zasebnih koristi kontrole. Za uresničitev teh pogodb je potrebna neka mera uspešnosti, ki bi bila močno povezana s kakovostjo managerskih odločitev. Primeri spodbudnih pogodb so na primer udeležba v lastništvu podjetja, delniške opcije in grožnja z odpustitvijo (Schleifer, Vishny, 1997, str. 12-13).

Po podatkih o deležih lastništva podjetij s strani managerjev v 500 ameriških podjetjih⁴ je povprečni lastniški delež managerjev srednjih desetih in zadnjih desetih podjetij znašal okoli 20 odstotkov, ta delež pa naraste na 32 odstotkov za 10 naključnih podjetij, ki se niso uvrstile v prvih 500. Tudi druge raziskave navajajo približno enak rezultat: povprečno okoli 20 odstotkov notranjega lastništva v delniških družbah (Holderness, 2001, str. 3). Po drugi strani pa Demsetz (1988, str. 200) navaja raziskavo managerskih delniških in nedelniških zaslužkov v 50 največjih ameriških proizvodnih podjetjih za obdobje 1940-1963. Prejete nagrade iz delnic naj bi za vrhovnega managerja v povprečju znašale štirikrat več kot ostale managerske nagrade, zaslužek za najvišjih 5 managerjev pa skoraj petkrat več. Čeprav je nekaj težav pri razlagi zbranih podatkov, je razvidno, da delničarstvo managerjev ustvarja povezavo med finančnimi interesi managerjev in zunanjih delničarjev (Demsetz, 1988, str. 200). Dejanski vpliv kljub temu ostaja dvomljiv. Berle in Means (1932) na primer zagovarjata, da je lastniški delež managerjev v podjetjih premajhen, da bi managerje zainteresiral za maksimiranje dobička. Schleifer in Vishny (1997, str. 14) na podlagi novjših raziskav⁵ povezave med uspešnostjo managerjev in njihovimi nagradami ugotavljata, da so managerski kompenzacijski dogovori neučinkoviti.

Mnenja glede učinkovitosti spodbudnih pogodb se razlikujejo. Spodbudne pogodbe sicer usmerjajo managerje v maksimiranje dobička, toda treba je upoštevati tudi, da so managerji tveganju nenaklonjeni posamezniki, ki investirajo v podjetju specifičen kapital, kar se jim mora poplačati v času njihove kariere. Že povezava med uspešnostjo in nagradami managerjev, ki sta jo ugotovila Jensen in Murphy (1990)⁶, bi privedla, v kolikor resnična, do velikih nihanj vrednosti imetja managerjev, mogoče prevelikih za tveganju nenaklonjene managerje (Schleifer, Vishny, 1997, str. 13-14).

Večji problem je nevarnost razdelitve dobičkov znotraj skupine managerjev. Opazen je namreč trend večanja zaslužkov najvišjih managerjev. Povprečni izvršni direktor v Ameriki zasluži 475-krat več kot tovarniški delavec, večinoma na račun delniških opcij. Managersko nagrajevanje naj bi sicer nadzirala neodvisna komisija, "prosti trg" pa naj bi skrbel za to, da bi konkurenčni dejavniki določali višino teh nagrad. V resnici pa ni tako. Komisije niso neodvisne, "prosti trg" pa ni prost – izvršni direktorji upravljajo vse ključne faze procesa. Delniške opcije usmerjajo odločanje managerjev na kratek oz. srednji rok, njihovo bogatenje

³ Pogodbe, s katerimi se nagrade managerjev na različne načine vežejo na uspešnost podjetja.

⁴ Podjetja, ki so se uvrstila na listo Fortune 500 leta 1975 (Demsetz 1988, str.198).

⁵ Jensen in Murphy, 1990

⁶ Nagrada vrhovnemu managerju naraste (pade) za 3\$ za vsako spremembo premoženja delničarjev za 1000\$.

iz naslova opcij pa vsekakor znižuje družbeno podporo delniškim družbam. Rešitev naj bi bila v bolj informirani, usklajeni in učinkoviti lastniški udeležbi (Monks, 2001, str. 144-147).

2.4. Pravna zaščita investorjev

Investitorji financirajo podjetja v zameno za določene 'kontrolne' pravice, vezane na njihov finančni vložek. Te pravice je treba zaščititi in sistemi vladanja podjetju v svetu se razlikujejo prav po tem, kakšne so zakonske obveznosti managerjev do investorjev. Najpomembnejša zakonska pravica, ki jo ima investor, je pravica do glasovanja o pomembnih odločitvah, kot na primer o izvolitvi direktorjev, o prevzemih in likvidaciji. Glasovalno pravico imajo običajno samo navadne delnice (obstajajo tudi navadne delnice brez glasovalne pravice). Prednostne delnice nimajo glasovalne pravice, zato pa imajo različne vrste teh delnic določene prednosti pred navadnimi: prednost pri izplačilu dividend, akumulacija dividend, udeležba pri izplačilu presežka od določene dividendne stopnje, zamenljivost v navadne delnice, pravica podjetja do odkupa prednostnih delnic, prednost pri poplačilu v primeru stečaja. Logika glasovalne pravice je v tem, da delničarji dobivajo dividende zato, ker lahko izglasujejo odstavitev managerja, ki dividend ne izplačuje (La Porta et al., 1997, str. 1). Pravice delničarjev so najboljše zaščitene, če se glasovalna pravica tesno veže na pravico do dividende ali drugače povedano, če velja sistem ena delnica – en glas.

Izvajanje glasovalne pravice je po državah različno. La Porta in drugi (1997, str. 2) na primer navajajo pet osnovnih pravic, ki opisujejo uporabo glasovalne pravice. V nekaterih državah je obvezna osebna prisotnost pri glasovanju ali pa vsaj prisotnost pooblaščenca, drugje pa lahko delničarji glasujejo po pošti. Predpisan je najmanjši delež delniškega kapitala, ki je potreben, da se skliče izredno zasedanje skupščine delničarjev. Čim večji je ta delež, tem težje manjšinski delničarji skličejo skupščino. V nekaterih državah morajo delničarji pred zasedanjem skupščine delničarjev deponirati svoje delnice pri podjetju ali pa pri finančnem posredniku. S tem se prepreči prodaja delnic nekaj dni pred zasedanjem in glasovanje tistih delničarjev, ki tega ne storijo. Nekatere države dovoljujejo tudi kumulativno glasovanje, kar daje manjšinskim delničarjem več moči, da postavijo svoje predstavnike v upravo oz. nadzorni svet. Obstaja tudi neposredna pravna zaščita manjšinskih delničarjev, kot je npr. pravica do izpodbijanja skupščinskega sklepa, itd..

V državah, kjer glasovanje po pošti ni dovoljeno, je skoraj običajna neudeležba majhnih delničarjev. Stroški izvajanja glasovalne pravice so lahko precej visoki, managerji pa imajo veliko moč pri omejevanju majhnih delničarjev in se vpletajo v proces glasovanja. V večini držav so pravice investorjev omejene, kar ni v skladu s principi OECD vladanja podjetju (1999). Te smernice namreč zagovarjajo enakopravno obravnavanje vseh delničarjev.

V večini držav se glasovalna pravica dopolnjuje z managersko dolžnostjo 'vestnega in poštenega ravnanja' do delničarjev. Veliko razprav je o tem, ali je ta dolžnost primerna in ali

nimajo managerji odgovornosti tudi do drugih interesnih skupin v podjetju. Delničarjeva investicija je v glavnem 'potopljena' (nepovratna), zato ima delničar manj zaščite pred razlastitvijo kot druge interesne skupine v podjetju. Zingales (1994, str. 13) pravi, da delničar delegira pravico do specializacije sredstev tretji osebi, ki ne internalizira oportunitetnih stroškov zaradi specializacije. Ta tretja oseba naj ne bi bila le agent, ki je popolnoma podrejen principalu, ampak naj bi neodvisno delovala v korist celotnega podjetja in ne samo v korist delničarjev. V ZDA naj bi to vlogo opravljal Odbor direktorjev ('board of directors')⁷.

Glede na pravni sistem lahko države razdelimo na tiste, ki imajo uveljavljeno anglo-saksonsko pravo ('common law'), francosko civilno pravo, germansko civilno pravo in skandinavsko civilno pravo. Države, v katerih velja anglo-saksonsko pravo (glej spodaj Tabela 2), imajo največjo stopnjo pravne zaščite delničarjev, v državah s francoskim civilnim pravom pa najnižjo. Stopnja zaščite delničarjev v državah z germanskim in skandinavskim civilnim pravom pa je nekje na sredini med obema skupinama.

Tabela 2: Države po pravni tradiciji

Anglo-saksonsko pravo	Germansko civilno pravo	Skandinavsko civilno pravo	Francosko civilno pravo
Avstralija, Kanada, Hong Kong, Indija, Irska, Izrael, Kenija, Malezija, Nova Zelandija, Nigerija, Pakistan, Singapur, Južna Afrika, Šri Lanka, Tajska, Velika Britanija, Združene države Amerike, Zimbabve	Avstrija, Nemčija, Japonska, Republika Koreja, Švica, Tajvan, Kitajska	Danska, Finska, Norveška, Švedska	Argentina, Belgija, Brazilija, Čile, Kolumbija, Ekvador, Egipt, Francija, Grčija, Indonezija, Italija, Jordanija, Mehika, Nizozemska, Peru, Filipini, Portugalska, Španija, Turčija, Urugvaj, Venezuela

Vir: La Porta et al., 1997, str. 2.

Ni pomemben zgolj obseg pravne zaščite, ampak tudi sama uveljavitev pravic v praksi. Pravna uveljavitev dolžnosti zvestobe je najboljša prav v državah s skandinavskim in germanskim civilnim pravom, sledijo države z anglo-saksonskim pravom, na koncu pa države s francoskim civilnim pravom.

V večini OECD držav veljajo kodeksi vladanja podjetju, ki so nastali z namenom povečanja učinkovitosti uveljavitve pravnih pravil. Najširše sprejeti del kodeksa vladanja podjetju omejuje prav samo-delitev sredstev s strani managerjev, to je neposredno krajo, prekomerne plače ter druge izjemne nagrade, ki si jih managerji izplačajo v lastno korist.

Slaba pravna zaščita delničarjev je pozitivno povezana s koncentracijo lastništva (La Porta et al., 1997, str. 4). S tega stališča lahko koncentracijo lastništva ocenimo kot posledico

⁷ Odbor direktorjev ima izvršne člane in neizvršne (zunanje, neodvisne) člane. Ti neodvisni člani opravljajo

slabega delovanja trga kapitala. Lahko pa tudi rečemo, da koncentracija lastništva nadomešča pomanjkljivo pravno zaščito investorjev (Chirinko et al., 2002, str. 12). Denise in McConnell (2003) pravita, da ima pravni sistem države, predvsem tisti del, ki se nanaša na zaščito investorjev, odločujoč vpliv na strukturo trgov te države, na mehanizme vladanja, ki jih podjetja sprejmejo ter na učinkovitost teh mehanizmov.

2.5. Veliki delničarji

V prejšnjem poglavju smo videli, da pravna zaščita delničarjev sicer obstaja, a se po obsegu in strogosti izvajanja precej razlikuje po posameznih državah in načeloma ne zadostuje za to, da mali delničarji vlagali svoj denar v podjetja. Delničarji lahko svoj nadzor nad managerji namreč povečajo tudi preko koncentracije lastništva in glasovalnih pravic.

Eno od osnovnih načel sodobnih financ je razpršitev portfelja investorjev. Model CAPM⁸ tako predpostavlja, da bo investor z namenom znižati tveganje svoje naložbe razpršil. Zakaj se potem posamezniki odločajo za investicije v delnice samo enega podjetja in se odrečejo koristim razpršitve? Spodbude za koncentracijo premoženja in lastniških deležev v posameznem podjetju najdemo tako v skupnih koristih nadzora kot v zasebnih koristih nadzora. Te koristi se med seboj ne izključujejo. Empirične raziskave pravzaprav kažejo, da sta prisotni obe skupini koristi hkrati. Skupne koristi nadzora izhajajo iz boljšega nadzora managementa in boljših informacij, ki so posledica koncentriranega lastništva. Čim večji delež podjetja ima namreč lastnik, tem bolj je motiviran da dvigne vrednost podjetja. Z dvigom vrednosti podjetja pridobijo vsi delničarji, zato je to skupna korist vseh delničarjev.

Na drugi strani pa imamo zasebne koristi nadzora. Velika moč lastnikov blokov delnic slednjim namreč daje možnost, da delujejo v svojem interesu, ki pa ni nujno enak interesu drugih delničarjev podjetja oz. managerjev in zaposlenih. Zasebne koristi so lahko celo negativne, na primer zaradi visokih stroškov nadzora ali pa zaradi tožb manjšinskih delničarjev. Empirične raziskave nudijo veliko dokazov o precejšnjih zasebnih koristih velikih delničarjev.

2.5.1. Koristi koncentriranega lastništva

Veliki delničarji imajo tako interes za maksimiranje dobička kot tudi moč⁹, da delujejo v korist podjetja. Stroške agentov definiramo kot vsoto stroškov nadzora in povezovanja (to

funkcijo nadzora, ki jo v dvotirnem sistemu opravlja nadzorni svet.

⁸Capital asset pricing model – model vrednotenja vrednostnih papirjev

⁹Veliki delničarji ne morejo izrabljati svoje moči, če nimajo vsaj nekaterih osnovnih zakonskih pravic. Pravno zaščito pred razlastitvijo tako s strani velikih delničarjev kot managerjev rabijo tudi majhni delničarji, če naj podjetja financirajo. Najuspešnejši mehanizmi vladanja podjetja, kot so npr. v ZDA, Nemčiji in Japonski, vključujejo neko mešanico pravne zaščite investorjev in koncentriranega lastništva. V ZDA imajo tako delničarji boljšo zaščito kot v Nemčiji in na Japonskem, kjer imajo kreditorji boljšo pravno zaščito.

je stroškov principala in agenta, potrebnih za zagotovitev uveljavitve in spoštovanja pogodbe) ter rezidualnih stroškov (Jensen, Smith, 2000, str. 8). Rezidualni stroški predstavljajo oportunitetne stroške zaradi optimalnih, ne pa tudi popolnih pogodb. Nanje lahko gledamo tudi kot na stroške, ki nastanejo zaradi preprečevanja okoriščanja s strani agentov. Definicijo okoriščanja na delu lahko tako označimo kot vsako aktivnost člana proizvodne skupine, ki ni v interesu skupine kot celote. Tako definirano okoriščanje vključuje goljufanje, nemarnost, spregledane priložnosti, nesposobnost in celo nenamerne napake. Je neizogibna posledica racionalnosti in oportunizma v razmerju agenta (Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 14).

Kako torej koncentrirano lastništvo znižuje stroške agentov? Poglejmo za začetek primer, ki ga opisujeta Demsetz in Alchian (1972). Dva delavca natovarjata tovor na tovornjak. Če samo opazujemo celotno težo tovara, ki ga dnevno naložita na tovornjak, ne moremo ugotoviti njune posamezne produktivnosti. Enako velja za vsako skupinsko produkcijo. Produkt skupine ni vsota produktov posameznika. Skupinsko delo bo uporabljeno, če bo produkt skupine zadosti večji od vsote produktov posameznikov (vsak posameznik opravlja celoten proizvodni proces), da bo pokril stroške organizacije in nadzora skupine.

Nas bo najbolj zanimal organizacijski vidik skupinske proizvodnje, torej pogodbe, plačila in informacije med lastniki produkcijskih vložkov. Kako naj nagradimo člane skupine, da bodo delali učinkovito? Mejni produkt posameznega člana skupine je izjemno težko merljiv in celotni produkt skupine je težko razdeliti na produkte posameznikov. V takih situacijah je pridobivanje informacij o produktivnosti posameznika težavno in ni zastonj. Posameznik ima tako v primeru pomanjkanja teh informacij razlog za okoriščanje, kajti njegova nagrada ne bo odvisna od njegove produktivnosti. Zmanjšanje 'shirkinga' oz. premajhnega delovnega napora lahko dosežemo s specializiranim nadzorom produktivnosti članov skupine. Vprašanje je, kdo bo nadzoroval nadzornika oz. kdo bo končni nadzornik.

Iz prejšnjih ugotovitev bi lahko zaključili, da bo v primeru delniške družbe to funkcijo opravljal delničar. Ta je namreč upravičen do rezidualnega dohodka, t.j. dohodka, ki ostane, ko so poravnane vse ostale pogodbene obveznosti podjetja. Delničarji modernih korporacij pa imajo, kot sem omenil pri poglavju o pravni zaščiti delničarjev, zelo omejeno avtoriteto in pravice. Tako nimajo ne pravne podlage ne volje, da bi na kakršen koli način učinkovito nadzirali agente podjetja (Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 16). Zlasti majhni delničarji ne morejo in tudi nimajo dovolj velikih spodbud, da bi učinkovito nadzirali management. To je posledica slabe pravne zaščite delničarjev in problema zastonjkarstva, saj si vsak delničar misli, da bo nadzor opravil nekdo drug. Če imamo v podjetju zgolj razpršene delničarje brez prave spodbude in pravnih možnosti za nadzor, potem ima management skoraj neomejeno prostost pri vodenju podjetja. Možna rešitev je koncentracija kontrolnih pravic v t.i. blokih delnic. Lastnik bloka delnic je motiviran, da zbira informacije in nadzoruje management in se tako izogne problemu zastonjkarstva. Zaradi koncentracije velikega števila glasov lahko pritiska na management ali pa ga celo odstrani z organiziranim zbiranjem pooblastil oz. z grožnjo prevzema. Tukaj je treba dodati, da lastnik bloka delnic udejanja svojo voljo z

glasovalno pravico. Zato njegova moč odvisna od pravne zaščite njegovih glasov, zlasti če ni večinski lastnik (Schleifer, Vishny, 1997, str. 28-29).

Dokazov o vlogi koncentriranega lastništva pri vladanju podjetju je vrsto (glej na primer Schleifer in Vishny, 1997, str. 28). Veliki delničarji pogosteje menjavajo neuspešne managerje ter povečujejo verjetnost prevzema.

2.5.2. Stroški velikih delničarjev

V splošnem ločimo dvojne vrste stroškov koncentracije lastništva. Prvi stroški izhajajo iz dejstva, da veliki delničarji nimajo razpršenih naložb in zato prevzemajo nase preveliko tveganje. Drugi, pomembnejši problem predstavljajo zasebne koristi kontrole. V večini držav namreč prihaja namreč do nasprotjih med kontrolnimi delničarji in manjšinskimi delničarji (Denise, McConnell, 2003). Veliki delničarji namreč zastopajo svoje lastne interese, ki niso vedno v prid majhnim delničarjem. Zasebne koristi kontrole so lahko finančne ali pa nefinančne in ne nujno znižujejo premoženja majhnih delničarjev. Tako npr. ponos, ki ga posameznik občuti, ker nadzoruje javno podjetje, nikakor ne škodi majhnim delničarjem. Enako velja za sinergije v proizvodnji, ki nastanejo, če je veliki delničar drugo podjetje (Holderness, 2001, str. 5). Na drugi strani pa veliki delničar z uporabo kontrolnih pravic in z namenom da maksimira svoje premoženje, prerazporeja premoženje na učinkovit ali neučinkovit način. Ti stroški zajemajo neposredno razlastitev ostalih interesnih skupin v podjetju, neučinkovito razlastitev zaradi zasledovanja zasebnih ciljev (torej ciljev, ki ne maksimirajo dobička) ter razlastitev na osnovi spodbud drugih interesnih skupin v podjetju.

Začnimo z neposredno razlastitvijo. Veliki delničarji uporabijo svojo glasovalno moč, da pridobijo koristi na račun majhnih delničarjev in zaposlenih. Holderness (2001, str. 5) navaja raziskavo, ki potrjuje obstoj zasebnih koristi kontrole (Barclay, Holdeness, 1989). V primeru, da vsi delničarji prejemejo podjetniške koristi v sorazmerju z lastniškim deležem v podjetju, ali drugače povedano, če ne obstajajo zasebne koristi kontrole, bodo z velikimi svežnji delnic trgovali po prodajni ceni. Če veliki delničarji, torej kupci svežnjev delnic, pričakujejo pozitivne zasebne koristi, ki jih ne delijo z ostalimi delničarji, bodo s temi bloki delnic trgovali po ceni, ki bo višja za določeno premijo od prodajne cene. Ta premija bo približek diskontirane vrednosti zasebnih koristi v prihodnosti. V primeru negativnih zasebnih koristi pa bodo s svežnji delnic trgovali po nižji ceni od prodajne. Navedena raziskava pokaže, da se z velikimi svežnji delnic trguje po ceni, ki precej presega ceno po razglasitvi posla (v povprečju za 20 odstotkov). To naj bi nakazovalo na dokaj velike neto zasebne koristi velikih delničarjev. Barclay in Holderness (1989) pokažeta tudi, da se premije za svežnje delnic povečajo s povečanjem velikosti trgovanega svežnja delnic, kar je skladno s teorijo zasebnih koristi. Podobno velja za uspešnost podjetja, katerega delnice se kupujejo. Čim večja je uspešnost podjetja pred nakupom svežnja delnic, tem večja bo premija. Taka povezava je logična, saj je bolj verjetno, da bo tako podjetje prineslo večje zasebne koristi.

Veliki delničarji lahko izplačajo denarne pritoke samo sebi in ne vsem investitorjem. To naredijo tako, da si izplačajo posebne dividende ali pa da izkoristijo druga poslovna

razmerja z odvisnimi podjetji. Problem razlastitve se poveča, če so veliki in majhni investitorji različnega tipa, torej delničarji na eni strani ter upniki na drugi. Veliki delničar ima motiv, da vodi podjetje v prevzem prevelikega tveganja, saj ima sam od tega koristi, upniki pa nosijo stroške neuspeha. Obratno velja v primeru velikega upnika. Ta bo lahko podjetju preprečil, da se udeleži donosnih projektov, saj nosi del stroškov, vse potencialne koristi pa pripadejo delničarjem. Nenazadnje imajo veliki investitorji večjo spodbudo, da prerazporedijo rente od zaposlenih samim sebi kot pa managerji (Schleifer, Vishny, 1997, str. 35).

Drugi strošek izhaja iz posrednega negativnega učinka prevelike kontrole na učinkovitost in spodbude managerjev in delavcev. Ti lahko zmanjšajo svoje, za podjetje specifične investicije v človeški kapital, v kolikor so prestrogo nadzorovani oziroma jim grozi nenadna izguba zaposlitve. Veliki delničar ne more zagotoviti, da ne bo odvezemal rente ex-post, kar ex-ante negativno vpliva na managerske in delavske spodbude. Veliki delničarji (npr. na Japonskem) so lahko pri izvajanju nadzora tudi v splošnem neučinkoviti, zlasti ko gre za podjetja, ki se tudi sama srečujejo s problemom agenta.

Veliki investitorji so v taki ali drugačni obliki prisotni v vseh ekonomijah. Edwards in Weichenrieder (1999, str. 2) navajata raziskavo La Porta et al. (1998), v kateri za vzorec 45 držav ugotavljajo, da znaša povprečni lastniški delež treh največjih delničarjev v desetih največjih podjetjih v teh državah 45 odstotkov. Samo v ZDA, Angliji, Tajski in na Japonskem znaša ta srednja vrednost 20 odstotkov ali manj. Koncentrirano lastništvo podjetij na organiziranem trgu je torej v svetu zelo pogosto.

Primerjati ameriški mehanizem prevzemov s sistemi velikih lastnikov in upnikov, ki prevladujejo na Japonskem in v Nemčiji, je težko. Oba imata svoje prednosti in slabosti. Nemški in Japonski sistemi vladanja podjetju zagotavljajo boljši nadzor, nižje finančne posledice v primeru ekonomske krize ter boljši dostop do financiranja. Pozitivno naj bi vplivali tudi zato, ker naj bi poosebljali delničarsko skupnost. Zvestoba resničnim ljudem naj bi bila boljši motivator kot zvestoba abstraktni skupini razpršenih delničarjev (Bohinc, Bainbridge, 2000, str. 17). Toda, Shleifer in Vishny (1997, str. 54) dvomita o učinkovitosti velikih delničarjev predvsem zaradi vprašljivosti njihove doslednosti v smislu izvajanja nadzora.

Po drugi strani pa naj bi bil ameriški sistem vladanja preveč kratkoročno usmerjen. Tako naj bi zmanjševal učinkovitost investicij (Schleifer, Vishny, 1997, str. 54). Schleifer in Vishny vseeno dodajata, da naj bi prav zaradi sovražnih prevzemov, ki označujejo ameriški sistem, izkusile bolj korenito restrukturiranje kot ekonomije Japonske in Nemčije. Glede na boljšo pravno zaščito majhnih delničarjev, imajo mlada ameriška podjetja tudi boljši dostop do lastniškega kapitala kot drugje po svetu. Dokazov, ki bi prepričali raziskovalce, kateri sistem vladanja je najboljši, ni. Nasprotno, politični in ekonomski dejavniki zbližujejo prevladujoče mehanizme vladanja. V ZDA so veliki delničarji vse bolj priljubljeni, na Japonskem pridobiva na pomenu javni dolžniški trg, v Nemčiji pa se zmanjšuje vloga bank (Schleifer, Vishny, 1997, str. 55).

Malo verjetno je, da bosta v tranzicijskih ekonomijah pravna zaščita delničarjev ali pa prevzemi postala edini oz. najpomembnejši mehanizem vladanja podjetju. Najverjetneje je, da se bodo sistemi vladanja podjetju v vzhodni Evropi, razen v primeru, da podjetja ostanejo popolnoma zaprta zunanjim virom financiranja, razvili v sisteme vladanja velikih delničarjev in bank. Toda to ne pomeni, da se bodo tudi ZDA morale gibati v isti smeri (Schleifer, Vishny, 1997, str. 55).

3. VLADANJE PODJETJEM V SLOVENIJI

V tem poglavju bom najprej označil nastanek slovenskega delničarstva ob odpravi družbene lastnine podjetij. Nato bom pogledal, kdo vlada slovenskim podjetjem in kako ter primerjal mehanizme vladanja podjetju v Sloveniji s tujimi, predvsem z mehanizmi v ZDA, Nemčiji in Japonski. Na koncu se bom posvetil še trgu kapitala, koncentraciji lastništva podjetij ter paradržavnim skladom kot velikim delničarjem slovenskih podjetij. S tem bom zgradil podlago za razlago vpliva koncentracije lastništva na uspešnost delniških družb v Sloveniji, ki sledi v naslednjem poglavju.

3.1. Lastninjenje slovenskih podjetij

Z začetkom tranzicije se je tudi v Sloveniji v okviru zakona začelo lastninsko preoblikovanje podjetij v družbeni lastnini¹⁰. Večina podjetij je izbrala pravno obliko delniške družbe¹¹. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (1992) je predvidel dva različna mehanizma za razdelitev delnic ter ustanovil privatizacijski sklad za nadzor tega procesa (Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 1-6).

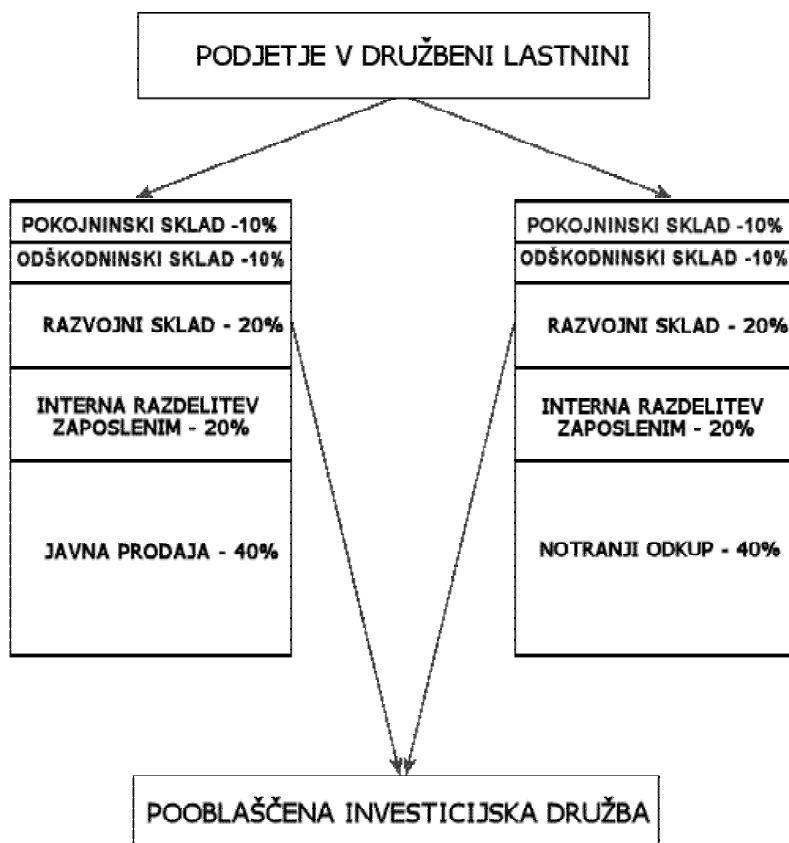
Večina podjetij je izbrala notranji odkup kot osnovni mehanizem lastninjenja (drugi je javna prodaja delnic, glej Sliko 2 na naslednji strani). Iz Slike 2 je razvidno, da se mehanizma razlikujeta predvsem po odkupnem delu. Trem paradržavnim skladom je bilo razdeljenih 40 odstotkov delnic, 20 odstotkov delnic je bilo razdeljenih delavcem, bivšim delavcem, ter družinam delavcev. Ta del je bil enak pri obeh mehanizmih. Razlike so bile glede na to, komu naj se proda preostalih 40 odstotkov delnic: javnosti ali pa zaposlenim (notranji odkup). Pri javni prodaji so imeli prednost slovenski državljani, omejitve sodelovanja tujih državljanov pa ni bilo. Podjetja, ki so bila lastninjena prek javne ponudbe delnic, so dobila precej razpršeno lastniško strukturo, njihovo lastništvo pa postaja čedalje bolj institucionalizirano.

¹⁰Podjetja v družbeni lastnini so upravljali delavci, na pasivni strani bilance stanja pa so namesto lastniškega kapitala imela 'kvazi lastniški kapital', ki ni imel lastnikov – bil je v lasti družbe.

¹¹Za osnovanje delniške družbe je potreben najmanj 1 (prej 5) delničar, ki nosi omejeno odgovornost. Minimanlni kapital znaša 6 milijonov SIT (prej 4,1 milijonov SIT), imeti mora najmanj enega managerja.

Način lastninjenja je izbrala uprava družbenih podjetij, potrdila pa ga je državna agencija za lastninjenje. Lastninjenje je potekalo na osnovi lastniških certifikatov. Za vsakega državljana je bil odprt poseben registracijski račun, na katerega je bil nakazan znesek njegovega deleža družbenega kapitala. Hkrati s procesom registracijskega računa so bili ustanovljene posebne pooblaščne investicijske družbe (PID-i) z namenom preoblikovanja v vzajemne sklade in investicijske družbe (enako kot ameriški odprti in zaprti skladi). Registracijski račun je lahko bil uporabljen samo za nakup delnic transformiranih podjetij ali pa za investicije v PID-e, ki so v imenu investorjev opravljali nakupe družbene lastnine. Oba tipa skladov vodijo družbe za upravljanje. Njun namen je znižanje tveganja z razpršitvijo naložb.

Slika 2: Mehanizma lastninjenja podjetij



Vir: Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 7-9.

Način lastninjenja v Sloveniji je torej vodil v precejšnje institucionalno lastništvo podjetij. Večina delnic slovenskih podjetij je tako danes v lasti majhnega števila institucij, v glavnem paradržavnih skladov in pooblaščenih investicijskih družb (PID-ov). Že na začetku

je bilo namreč 40% delnic dodeljenih trem paradržavnim skladom, razvojni sklad pa je kasneje prodal večino lastniških certifikatov PID-om. Seveda pa so tudi institucije že od samega začetka odkupovale delnice od javnosti in delavcev. Tako smo dobili lastniško strukturo s precej večjo koncentracijo lastništva od npr. ameriških podjetij. Tam je sicer približno polovica delnic v lasti institucij, a nobena institucija nima velikih deležev delnic. Največji delničarji v ameriških podjetjih imajo le redko nad 5-10% lastniškega deleža, medtem ko je v večini evropskih držav lastništvo bolj koncentrirano.

3.2. Sistem vladanja v Sloveniji

Z lastninskim preoblikovanjem večina slovenskih podjetij izbere obliko delniške družbe in s tem tudi dvotirni sistem vladanja. Za podjetja s kapitalom nad 300 mio SIT, z več kot 500 zaposlenimi v povprečju letno, z več kot 100 imenskimi delničarji ter za podjetja na borzi je dvotirni sistem odločanja v Sloveniji obvezen. Za razliko od enotirnega sistema, ki ima samo eno telo, vpelje dvotirni sistem dodatno vmesno telo – nadzorni svet. Ta predstavlja dodaten mehanizem nadzora nad managementom.

3.3. Pravni okvir vladanja podjetju in koncentracija lastništva

3.3.1. Dvotirni sistem vladanja

Pri dvotirnem sistemu je nadzorna funkcija povsem ločena od vodenja podjetja. Podjetje ima nadzorni svet in upravo, vlogo obeh pa ureja Zakon o gospodarskih družbah (1994). Nadzorni sveti so navadno opredeljeni kot formalno samostojni organi, katerih glavna naloga je nadziranje uprave in njenega vodenja gospodarske družbe. Nadzorujejo poslovne odločitve, preverjajo dokumente, poslovne knjige, blagajne itn.. Nadzorni svet ima pravico sklicati skupščino delničarjev, ne sodeluje pa v neposrednem upravljanju podjetja. Imeti mora najmanj 3 člane. Nadzorni sveti so sestavljeni izključno iz 'neizvršnih' članov, z drugimi besedami, v njih ne morejo sedeti člani managementa podjetja (v posamični zakonodaji je izključujoča se vloga bolj natančno opredeljena). Po Zakonu o sodelovanju delavcev pri upravljanju (ZSDU, 2001) se število delavskih predstavnikov določi s statutom družbe, a ne sme biti nižje od 1/3 oz. višje od 1/2 članov. Delavski predstavniki so izbrani s strani delavskega odbora podjetja. Ostanek članov nadzornega odbora pa izglasujejo delničarji (Gregorič, Šetinc Tekavc, 2000, str. 13). Predsednik nadzornega sveta je vedno predstavnik delničarjev, ki ima v primeru neodločenega izida glasovanja tudi odločilni glas (ZSDU, 2001)¹².

¹²Sodelovanje delavcev pri upravljanju podjetja in sodelovanju v nadzornem svetu je v Sloveniji zakonsko urejeno in sicer na podlagi ZSDU (1993). V dvo tirnem sistemu delavsko zastopništvo v nadzornem svetu

Drugi tir sistema predstavlja uprava. Uprava vodi podjetje v dobro podjetja, neodvisno in na lastno odgovornost. Imeti mora najmanj enega člana, vsaj tri pa, če podjetje nima nadzornega odbora. Predstavniki v nadzornem svetu izvolijo člane uprave, predsednika, in določajo njihove plače. Uprava podjetja mora redno poročati nadzornemu svetu. Nadzorni svet poda mnenje o letnem poročilu managerjev in ga predstavi delničarjem. Tudi v upravi so lahko prisotni delavski predstavniki. Vsaj en delavski predstavnik v upravi je obvezen za podjetja z več kot 500 zaposlenimi. Predstavnik predlagajo delavci, izglasuje pa ga nadzorni svet. Ta predstavnik zastopa delavske osebne in socialne interese, ima pa enako odgovornost kot ostali člani uprave. V primeru manjših podjetij, ki ne izpolnjujejo merila za obvezen dvotirni sistem, vlogo nadzornega sveta izvršuje skupščina delničarjev.

Enotirni ali enotni sistemi ima samo en organ - upravni odbor ('Board of Directors'), ki ga sestavljajo izvršni in ne-izvršni (pogosto imenovani tudi 'zunanji') člani. Sistem temelji na formalni enakosti članov odbora in njihovi solidarni odgovornosti za sprejete odločitve. Močnejša zastopanost zunanjih članov upravnih odborov zagotavlja njihovo širšo odgovornost in kredibilnost. Enotirni sistem je v svetu uporabljen pogosteje, zlasti pa se je razvil v državah z anglosaškim vplivom (Peklar, 2003)¹³.

V Evropi prevladuje enotirni sistem (glej prilogo, Slika 1, str. 1), nekatere države dovoljujejo oba, nekatere pa imajo razen uprave še neodvisne revizijske odbore (Italija, Portugalska). Dvotirni sistem je mogoče najti predvsem v tipičnih kontinentalno evropskih državah. Najznačilnejši sta Nemčija in Nizozemska, prevzele pa so ga tudi Avstrija, v zadnjih desetletjih pa tudi Češka, Slovenija, Hrvaška ter Bosna in Hercegovina.

Valentinčič in Groznik (2003) poudarjata, da je za učinkovito delovanje nadzornih svetov pomembna njihova sestava. Boljši nadzorni sveti imajo večji delež zunanjih (neodvisnih) članov. Ti niso zaposleni in niso (neformalno) povezani z managerji v podjetju katerega nadzirajo. V Sloveniji je težko sestaviti zelo neodvisne nadzorne svete, predvsem zaradi majhnosti države in iz tega izhajajoče 'družinske' atmosfere, deloma pa tudi zaradi zakonodaje, ki določa najmanj tretjino delavskih članov nadzornega sveta (Valentinčič, Groznik, 2003).

služi kot sistem nadzora nad velikimi delničarji. Delavci imajo namreč močne motive za nadzor delničarjev. Podjetje predstavlja življenjsko okolje delavca. Nekateri delavci vlagajo v podjetje specifičen človeški kapital, ki bi bil v primeru propada podjetja izgubljen. Delavci imajo tudi psihološke koristi od zaposlitve. Stečaj podjetja bi za delavca pomenil veliko izgubo (Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 22).

Delavsko zastopanje lahko upočasni doseganje soglasja na sestankih in tako zviša stroške odločanja. Delavci lahko tudi nastopijo na strani managerjev v zameno za višje place in nadaljevanje zaposlitve. V tem primeru se povečajo stroški kapitala in zadolževanja, saj lahko morebitni investitorji zahtevajo premijo za notranje razlašanje in neučinkovitost (Gregorič, 2003, str. 13).

Za pregled delavske participacije v državah EU glej Prilogo, str. 1, Slika 1.

¹³ Obstaja več podvrst obeh temeljnih modelov, od katerih gre posebej omeniti ameriški enotirni sistem, kjer je bolj izražena vloga zunanjih članov upravnega odbora (ki jih je statistično več kot na primer v Angliji), hkrati pa je močnejša tudi vloga glavnega izvršnega direktorja (CEO) v smislu določanja smeri vodenja gospodarske družbe. Zanimivo je morda omeniti značilnost nekaterih azijskih držav, predvsem pa Japonske, kjer so upravni odbori bistveno večji (povprečno število članov je blizu 25) in v svoji strukturi vključujejo velio število članov managementa podjetja (Peklar, 2003).

3.3.2. Regulacija delniških družb v Sloveniji

V Sloveniji je edini trg vrednostnih papirjev Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, ki deluje na podlagi Zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP, 1999). Delnice na borzi se lahko tržijo na borznem ali pa na prostem trgu. Razlika je samo v manj strogih zahtevah o poročanju o delnicah na prostem trgu ter odsotnosti 10% dnevne omejitve nihanja cene delnic na prostem trgu. Za organizirano trgovanje morajo delnice izpolnjevati vse točke 20. člena ZTVP in posredovati imena lastnikov 10% ali večjega deleža izdanih delnic. Da delnice lahko kotirajo na borznem trgu, mora izdajatelj poskrbeti za naslednje pogoje: 1. delnice morajo biti v celoti vplačane; 2. delnice morajo biti neomejeno prenosljive; 3. delnice so izdane v dematerializirani obliki; 4. izpolnjevati morajo uradne pogoje Borze (glej Prilogo, str. 2, Tabela 1). Z delnicami, ki ne izpolnijo pogojev za kotacijo na borznem trgu, se trguje na prostem trgu (Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2001, str. 11-12).

Javna družba mora borzi poročati o svojem finančnem in pravnem položaju s predložitvijo revidiranega letnega (za podjetja na borzni kotaciji tudi polletnega) poročila ter redno obveščati o vseh poslovnih dogodkih, ki bi lahko pomembneje vplivali na ceno delnice (člen 62. Zakon o trgu vrednostnih papirjev).

3.3.3. Postopek glasovanja in koncentracija glasovalnih pravic

Na podlagi Zakona o gospodarskih družbah lahko delniške družbe izdajajo navadne in prednostne delnice. Navadne delnice dajejo lastniku pravico do udeležbe pri glasovanju na skupščini delničarjev, pravico do dividend ter do odgovarjajočega deleža sredstev podjetja v primeru bankrota. Prednostne delnice prinašajo lastniku prioritetne dividende od fiksnega zneska ali odstotka nominalne vrednosti delnice ali dobička ter prioritetna plačila v primeru bankrota. Vsaka delnica nosi en glas (ZGD, 1994). Samo prednostne delnice ne nosijo glasovalne pravice¹⁴ in ne smejo sestavljati več kot polovico kapitala podjetja. Izdajanje delnic z enako nominalno vrednostjo, a z različnim številom glasov, je prepovedano, lahko pa se v posebnih primerih izdajajo navadne delnice brez glasovalne pravice.

Delničarji izvajajo svojo glasovalno pravico na skupščini delničarjev, kjer se odloča o razdelitvi dobička, o letnem poročilu, o članih nadzornega odbora, o spremembah lastniškega kapitala, o stečaju, o združitvi ter o drugih spremembah statuta podjetja. Ne odločajo pa o zadevah, ki zadevajo management podjetja. Za večino odločitev zadostuje navadna večina, za sprejetje posebnih odločitev, kot so npr. zmanjšanje lastniškega kapitala, likvidacija podjetja, spremembe statuta podjetja, odpoklic članov nadzornega sveta itd., pa je potrebna tri četrtinska večina glasov. Skupščino delničarjev skliče uprava z navadno večino, in sicer najmanj en mesec vnaprej. Pravico do sklica skupščine ima tudi vsak delničar, ki ima v lasti vsaj 5 odstotkov izdanih delnic, oz. skupina delničarjev s skupnim lastniškim deležem več kot 5 odstotkov.

¹⁴ Izjemoma se lahko izdajo tudi navadne delnice brez glasovalne pravice.

Delničar lahko določi svojega pooblaščenca ('proxy'), da glasuje v njegovem imenu. Odnos med pooblaščencom in delničarjem ni zakonsko določen in je stvar medsebojnega dogovora. Pooblaščenec lahko glasuje na skupščini delničarjev ob predložitvi potrebnega pooblastila. Delničar lahko da pooblastilo pooblaščenцу za največ 15 mesecev, odpokliče pa jo lahko kadarkoli. Razlikovati je treba t.i. 'proxy' glasovanje od glasovanja finančnih organizacij in združenj delničarjev. Finančne organizacije in združenja delničarjev morajo deponirati pisno pooblastilo pri podjetju, za katerega glasujejo. Pravila Ljubljanske borze vrednostnih papirjev določajo, da je vsaka združitev glasovalnih pooblastil več kot 50 delničarjev organizirano združenje in je zavezana poročanju. Tako pridobljeno pooblastilo je veljavno samo za eno sejo skupščine.

Zakon o privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe se sklicuje na sodelovanje delničarjev preko t.i. pooblaščenih družb (družbe pooblaščenke). Po 17. členu zaposleni, bivši zaposleni in drugi udeleženci notranjega odkupa lahko tvorijo posebno pravno osebo, ki bo sodelovala v tem notranjem odkupu v njihovem imenu. Delničarji ustanovijo združenje delničarjev ali t.i. družbo pooblaščenko tako, da prispevajo svoje delnice kot kapital družbe, z ednim namenom, da vplivajo preko skupnega predstavnika na management svojega podjetja.

Zakon ne določa minimalnega zastopstva manjšinskih delničarjev v upravnem odboru, niti ni določena mandatorna dividenda. Posebnosti glede manjšinskih delničarjev obstajajo in so opisane v naslednjih točkah:

1. Pravica do sklica skupščine delničarjev s strani delničarja/skupine delničarjev z več kot 5-odstotnim deležem delnic (284. člen ZGD, 1994).
2. Pravica posameznega delničarja ugovarjati kateri koli odločitvi skupščine, ki je v nasprotju s cilji podjetja ali s pravili poštenega poslovanja in škoduje delničarju ali interesom podjetja. Tako se lahko ugovarja vsaki odločitvi, ki koristi delničarju ali tretji osebi na škodo podjetja ali drugih delničarjev (364. člen ZGD, 1994). Delničar, ki ugovarja odločitvi, mora biti prisoten na skupščini in takoj sporočiti skupščini svoj ugovor, njegova izjava pa mora biti posneta v 10 minutah. Izjema je primer, da je bil delničar nezakonito oviran, da se udeleži skupščine, če ni bil pravilno obveščen, ali pa če je skupščina razpravljala o zadevi, ki ni bila na dnevnem redu.
3. Pravica delničarja z več kot 10 odstotki delnic v svoji lasti, da lahko na osnovi peticije zahteva od sodišča, da odpokliče nadzorni svet (267. člen ZGD, 1994).
4. Enaka pravica velja tudi za začetek postopka likvidacije (373. člen ZGD, 1994).
5. Pravica delničarja z vsaj 5-odstotnim deležem delniškega kapitala, da lahko zahteva, da upravitelja likvidacijskega postopka določi sodišče (377. člen ZGD, 1994).

V zvezi z majhnimi delničarji, eden izmed najpomembnejših kodeksov vladanja, to je OECD načela vladanja podjetju (OECD Principles of Corporate Governance, 1999) določajo, da:

„Mehanizmi vladanja podjetju morajo zagotavljati enakopravno obravnavanje vseh delničarjev, vključno z manjšinskimi in tujimi delničarji. Vsi delničarji bi morali imeti možnost pridobitve učinkovite odškodnine za kršenje njihovih pravic.“

Glede na zgornje točke velja, da so pravice manjšinskih delničarjev, vsaj na papirju, v Sloveniji dobro urejene. Toda, vse te pravice veljajo le za delničarje z več kot 5% oz. 10% lastniškega deleža, razen seveda v 2. točki, ki pa za ugovor odločitvi skupščine zahteva fizično prisotnost delničarja na skupščini. Problem se kaže predvsem v uveljavljanju teh pravic v praksi ('law enforcement').

3.3.4. Prevzemi

Zakon o prevzemih določa načine in pogoje nakupa delnic posamezne delniške družbe, ki zagotavljajo več kot 25-odstotni delež glasovalnih pravic, izhajajoč iz teh delnic – torej pogoje prevzema. Oseba, ki pridobi delež delnic delniške družbe, tako da ima skupaj z delnicami, ki jih že ima, 25-odstotni delež glasovalnih pravic, mora dati javno ponudbo za odkup delnic (4. člen, Zakon o prevzemih, 1997). Ponudbo za odkup mora dati tudi oseba, ki je na podlagi uspešne ponudbe za odkup pridobila manj kot 45 odstotkov delnic in je po končani ponudbi pridobila dodatnih 5 odstotkov delnic. Nadalje mora oseba, ki neposredno ali posredno pridobi 5-odstotni delež delnic z glasovalno pravico (ter za vsakih nadaljnjih 5 odstotkov), obvestiti izdajatelja delnic najkasneje v treh dneh. Take vrste omejitev, kot tudi določbe členov 275-278 ZTVP, ki prepovedujejo trgovanje na podlagi notranjih informacij in določajo obveznosti poročanja 'insiderjev' za transakcije delnic, so enake tistim, ki so v ZDA pomagale omejiti moč institucionalnih investitorjev (Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 20).

3.3.5. Institucionalni investitorji

Institucionalni investitorji igrajo načeloma v gospodarstvu tri pomembne vloge: 1. predstavljajo alternativo pri financiranju podjetij in države; 2. aktivni institucionalni investitorji izboljšajo likvidnost trga kapitala in vladanje podjetij; 3. omogočajo majhnim investitorjem alternativne možnosti varčevanja. Institucije trga kapitala v Sloveniji so se razvile predvsem v podporo množični razdelitvi delnic v postopku lastninskega preoblikovanja podjetij in konsolidaciji lastništva po končanem lastninjenju (Simoneti, Erker, Lukovac, 2003, str. 1).

"Največji institucionalni investitorji v Sloveniji, privatizacijski skladi (PID-i) in dva paradržavna sklada (KAD in SOD), imajo torej malo opraviti z akumulacijo novih zasebnih

prihrankov za naložbe v instrumente trga kapitala. Edini pravi institucionalni investitorji, ki zbirajo nova denarna vplačila, so vzajemni in pokojninski skladi, katerih sredstva trenutno znašajo 1,5 odstotka BDP, vendar imajo najbolj dinamično rast v finančnem sektorju v Sloveniji." (Simoneti, Erker, Lukovac, 2003, str. 1)

Državni ter paradržavni skladi so v večini podjetij, predvsem tistih, ki kotirajo na borzni kotaciji, še vedno med največjimi lastniki, zato bom na kratko orisal njihove glavne značilnosti ter posebnosti. Veliki bloki delnic v rokah državnih institucionalnih delničarjev razen tveganja samodelitve predstavljajo tudi potencialni negativni vpliv zaradi mešanja investitorske in regulatorne funkcije.

Investicijski sklad je družba, katere edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb in nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj. Lahko je ustanovljen kot investicijska družba ali kot vzajemni sklad (ZISDU-1, 2002). Investicijski sklad lahko nalaga sredstva samo na tistih organiziranih trgih tržnih vrednostnih papirjev, trgih instrumentov denarnega trga in trgih izvedenih finančnih instrumentov, ki jih predpiše Agencija za trg vrednostnih papirjev.

Pooblašcene investicijske družbe ali PID-i so posebna oblika investicijskih družb, ustanovljenih za zbiranje lastniških certifikatov od posameznikov ter investiranje le teh v delnice podjetij, izdane na podlagi Zakona o lastninskem preoblikovanju (126. člen, Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 1994). PID-i se morajo najkasneje do 31.12.2003 uskladiti z določbami ZISDU-1 (2002) ali preoblikovati v delniško družbo (ZPSPID, 1999). Do takrat pa veljajo določila ZISDU (1994) za naložbe in diverzifikacijo PID-ov¹⁵.

Družba za upravljanje je edina pooblašcana, da ustanovi in upravlja vzajemni sklad, investicijsko družbo ali PID. Lahko je ustanovljena kot delniška družba ali pa kot družba z omejeno odgovornostjo. Družba za upravljanje ne sme opravljati nobene druge dejavnosti razen storitev upravljanja investicijskih skladov. Družba za upravljanje mora za račun

¹⁵ a) Investicijska družba, vzajemni sklad, ali PID ne sme imeti več kot 10 odstotkov portfelja v vrednostnih papirjih tujih izdajateljev, in to samo v papirjih izdajateljev, ki trgujejo na borzah, ki jih odobri Agencija. b) Investicijska družba, vzajemni sklad ali PID ima lahko v portfelju do 70 odstotkov vrednostnih papirjev, izdanih in zjamčenih s strani RS, če so te bile izdane v najmanj petih različnih izdajah, od tega lahko ima največ 35 odstotkov posamezne izdaje. c) Investicijska družba in PID ne smeta imeti v lasti delnic drugih investicijskih družb oz. PID-ov, bank, pooblaščenih za izvajanje plačil družbe, Centralne Klirinške Družbe pooblašcene za hranjenje vrednostnih papirjev investicijske družbe, pooblašcene borzno-posredniške hiše, kot tudi ne sme imeti več kot 10-odstotni delež drugih pravnih oseb, ki imajo neposredno ali posredno v lasti več kot 10 odstotkov družbe za upravljanje investicijske družbe.

Najmanjši kapital PID-a je 100 mio SIT (200 za druge investicijske družbe), delnice PID-a so lahko plačane z denarjem ali z lastninskimi certifikati. Za razliko od drugih investicijskih družb so delnice PID-a neprenosljive med lastniki dokler niso vpisane na borzi.

a) PID ne sme imeti več kot 10 odstotkov sredstev v delnicah posameznega podjetja ali skupine podjetij (za druge investicijske sklade je ta odstotek nižji). b) PID ne sme imeti več kot 10 odstotkov sredstev, investiranih v fiksni sredstvih prodanih s strani Slovenske razvojne družbe. c) PID ne sme imeti več kot 20-odstotni lastniški delež pravne osebe, ki ima kakršne koli poslovne povezave z pravnimi osebami z več kot 10-odstotnim lastniškim deležem pooblašcene družbe za upravljanje te investicijske družbe.

investicijskih skladov, ki jih upravlja, s skrbnikom¹⁶ skleniti pogodbo o opravljanju skrbniških storitev. Posamezen investicijski sklad ima lahko le enega skrbnika njegovega premoženja. Družba za upravljanje za račun investicijskih skladov, ki jih upravlja, v skrbniku skupno ne sme pridobiti kvalificiranega deleža na podlagi katerega bi lahko izvajala pomemben vpliv na upravo skrbnika (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU, 2002).

Kapitalska družba (KAD) je delniška družba, ustanovljena s strani Republike Slovenije, z namenom, da zagotavlja dodatna sredstva za pokojninsko in invalidsko zavarovanje in sicer z upravljanjem sredstev, zbranih v postopku lastniškega preoblikovanja ter z upravljanjem drugih pokojninskih skladov.

Slovenska odškodninska družba (SOD) je bil ustanovljena kot delniška družba leta 1993 na podlagi Zakona o odškodninskem skladu s strani Republike Slovenije z namenom, da bi zagotovili nadomestila vsem tistim, ki so zaradi nacionalizacije utrpeli škodo.

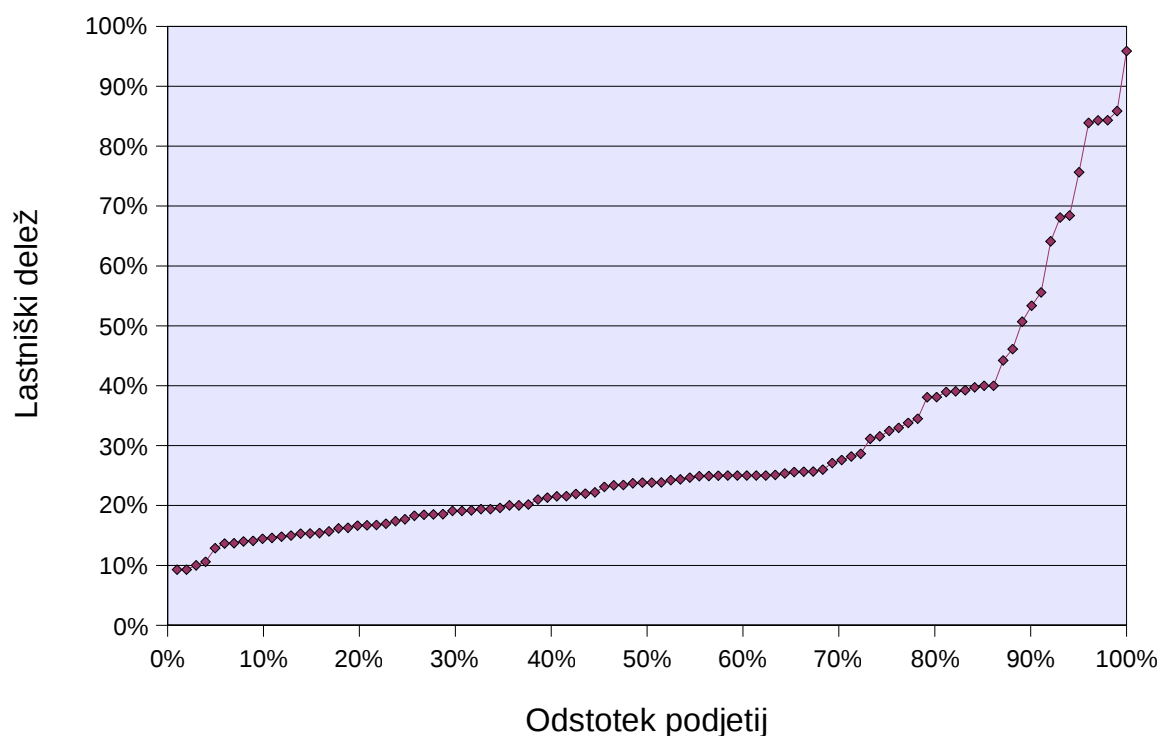
3.4. Lastniška struktura slovenskih delniških družb

Razporeditev lastništva slovenskih podjetij še vedno odseva model lastninskega preoblikovanja. Veliki delničarji so v glavnem različni paradržavni¹⁷ skladi, ki sem jih omenil v prejšnjih poglavjih. Poglejmo si torej strukturo lastništva slovenskih podjetij. Podatki, ki so osnova za pojasnitev lastniške strukture ter empirične analize povezave med lastniško strukturo in uspešnostjo podjetja, vključujejo 101 izbranih delniških družb na Ljubljanski borzi, to je na borzni kotaciji ter na prostem trgu. Frekvenčna porazdelitev 101 izbranih podjetij glede na lastniški delež največjega delničarja je podana v Tabeli 2 (Priloga, str. 2) ter na Sliki 3.

¹⁶ Skrbnik je skrbnik premoženja investicijskega in je lahko skrbniška banka ali druga finančna institucija, katere poslovanje ureja ZTVP-1 in katere glavna dejavnost so storitve v zvezi s poslovanjem z vrednostnimi papirji ter uveljavljanjem pravic iz teh vrednostnih papirjev.

¹⁷ Negativni učinkih trajajočega državnega lastništva podjetij so razvidni v nedavnih raziskavah za Centralno in Vzhodno Evropo, vključujoč Slovenijo. Glej Gerhard Pohler et al., Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe, World Bank Technical Paper No. 368 (May 1997), [URL: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=37369].

Slika 3: Lastniški delež največjega delničarja v 101 izbrani delniški družbi na Ljubljanski borzi



Vir: Lastna analiza na podlagi podatkov, zbranih preko Ljubljanske borze in KDD dne 31.12.2001.

V vseh podjetjih v vzorcu ima največji delničar vsaj 5-odstotni lastniški delež. V polovici preučevanih podjetij je največji delničar imel vsaj 23,84-odstotni lastniški delež, povprečen lastniški delež največjega delničarja pa znaša 29,08 odstotka (za podrobne frekvenčne statistike glej Prilogo, str. 4). V 10 odstotkih podjetij ima največji delničar več kot 50,7-odstotni lastniški delež, torej kontrolni lastniški delež. Vsaj 75-odstotni lastniški delež ima le 6 podjetij ali 6 odstotkov preučevanih podjetij.

Tabela 3: Lastniški deleži prvega, drugega in tretjega največjega delničarja

Delež (%)	<i>Min.</i>	<i>Maks.</i>	<i>Povprečje</i>	<i>Mediana</i>
Največji	9,3	95,88	29,08	23,84
Drugi največji	0,74	31,46	13,4	13,19
Tretji največji	0,14	24,07	9,36	10,00
Trije naj. skupaj	18,82	99,72	51,79	49,78

Vir: Lastna analiza na podlagi podatkov, zbranih preko Ljubljanske borze in KDD dne 31.12.2001.

Pri polovici podjetij v vzorcu ima drugi največji delničar vsaj 13,19-odstotni lastniški delež, tretji največji delničar pa vsaj 10-odstotni lastniški delež. Glede na to, da so si srednje vrednosti za tri največje delničarje precej blizu, lahko sklepamo, da obstaja med največjimi lastniki slovenskih podjetij na organiziranem trgu precejšnja tekmovalnost.

Lastniška struktura slovenskih podjetij je tako precej koncentrirana v primerjavi z lastniško strukturo v ZDA in VB. Za ameriška in britanska podjetja velja večinoma institucionalno lastništvo podjetij. Samo v redkih primerih pa ima posamezen institucionalni lastnik več kot 5- do 10-odstotni lastniški delež. Največja povprečna vrednost lastniškega deleža največjega delničarja v Evropi pa je kar 52 odstotkov (Avstriji). V primerjavi z ostalimi evropskimi državami, posebej pa z Avstrijo, Nemčijo, Belgijo in Italijo, je lastništvo slovenskih podjetij manj koncentrirano. Slovenija je po deležu največjega lastnika tako nekje med državami kontinentalne Evrope in državami z zunanje usmerjenim financiranjem (ZDA, VB), po deležu treh največjih lastnikov pa je Slovenija nekje na ravni Nizozemske (45%), Švedske (52%), in Španije (56%), torej je manj koncentrirana kot ostale evropske države (Gregorič, 2003, str. 41). Obstaja pa pomembna razlika. V evropskih državah so večinoma deleži drugega in tretjega največjega lastnika bistveno nižji od deleža največjega lastnika; največji lastnik tako dejansko nima večjih nasprotnikov oz. tekmecev (Gregorič, 2003, str. 43).

Upoštevati moramo tudi aktivnejše obnašanje slovenskih institucionalnih delničarjev od ameriških. Slovenski institucionalni investitorji aktivno sodelujejo pri vladanju podjetja in sprejemanju odločitev. V navadi je, da pri nas veliki delničarji vstopajo v neformalna združenja. S tako povezavo blokov delnic se še bolj koncentrira lastništvo. Majhni delničarji nimajo izkušenj, znanja in tradicije, da bi na kakršen koli način sodelovali na skupščinah delničarjev (Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 19). Glede na našeto lahko za lastniško strukturo slovenskih podjetij na borzi ugotovimo, da je razmeroma koncentrirana. Omenimo še lastniško strukturo nejavnih podjetij, ki niso vključena v raziskavo (glej Prilogo, str. 5, Tabela 5). V polovici podjetij ima največji delničar 31,65-odstotka delnic, povprečni delež največjega delničarja pa je 38,84-odstotka. Lastniška struktura nejavnih podjetij je tako še bolj koncentrirana (Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2001, str. 17).

V naslednji tabeli je prikazana razvrstitev 136 podjetij na borzi glede na identiteto največjega delničarja na podlagi raziskave Gregorič, Prašnikar, Ribnikar (2001, str. 14). Te podatke navajam zaradi pomanjkljivosti lastnih podatkov o identiteti delničarjev.

Tabela 4: Največji delničarji po identiteti lastnika

<i>Identiteta lastnika</i>	<i>Št. Podjetij</i>	<i>Odstotek podjetij (%)</i>
Posamezniki	11	8,1
Tujci	7	5,1
Republika Slovenija	4	2,9
Nefinančna podjetja	28	20,6
Banke	4	2,9
Zavarovalnice	0	0
Kapitalni sklad	21	15,4
Odškodninski sklad	8	5,9
PID-i	51	37,5
Pokojninski sklad	0	0
Pooblaščne delavske zveze	1	0,8
Slovenska razvojna družba	1	0,8
Skupaj	136	100

Vir: Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2001, str. 16, tabela 4.

Kot lahko vidimo iz Tabele 4, najpogosteje najdemo med 136 preučevanimi podjetji PID-e ali pooblaščne investicijske družbe, sledijo nefinančna podjetja kot največji delničarji v 20,6 odstotkih podjetij, Kapitalski sklad (v 15,4 odstotkih), posamezniki (8,1%), Odškodninski sklad (5,9%) ter tujci (5,1%). Taka lastniška struktura slovenskih podjetij je posledica načina lastninjenja podjetij. Samo bistvo pooblaščenih investicijskih družb (torej zbiranje lastniških certifikatov od državljanov in investiranje le-teh) pa je povzročilo, da so PID-i postali najbolj pogosti veliki delničarji. Gregorič, Prašnikar, Ribnikar (2001, str. 18) ugotavljajo tudi, da so tujci, banke in institucionalni investitorji redkeje največji delničarji pri podjetjih na neorganiziranem trgu kot pri tistih na organiziranem.

Ravnatežna lastniška struktura se bo v prihodnje razvila, če bomo zagotovili neomejeno trgovanje z delnicami in učinkovit ter likviden trga kapitala (Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2001, str. 23). Za Slovenijo bi to pomenilo tudi padec števila delniških družb. Ravnotežna lastniška struktura se bo razvila čez čas tako kot tudi primerni mehanizmi vladanja podjetju, prilagojeni tej novi strukturi. PID-i se bodo preoblikovali v investicijske družbe, ki naj bi upoštevali pravila razpršitve portfelja, in finančne holdinge, ki naj bi imeli vsaj večino glasov v podjetjih, ki jih kontrolirajo. Tudi paradržavna sklada bi se morala umakniti iz slovenskih podjetij in upoštevati podobna pravila za diverzifikacijo premoženja (Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2001, str. 23).

4. LASTNIŠKA STRUKTURA IN USPEŠNOST: ANALIZA

4.1. Model in podatki

Omenil sem, da koncentrirano lastništvo povzroča tako stroške kot koristi. Lastnik velikega bloka delnic določenega podjetja ima dovolj spodbud, da zbira informacije in nadzoruje management ter se tako izogne problemu zastojkarstva. To spodbude ima zato, ker bo deloma internaliziral koristi nadzora nad managementom, precejšnja glasovalna moč pa mu omogoča, da lahko dejansko odločilno vpliva na management (Schleifer, Vishny, 1997, str. 27). Na drugi strani pa prevelika koncentracija lastništva prinaša nižje možnosti razpršitve premoženja in s tem povečuje investitorjevo tveganje. Veliki lastnik nadalje lahko uporabi svojo moč, da izkorišča druge delničarje in deluje samo v svojo korist. S pridobivanjem zasebnih koristi kontrole, veliki delničar povzroča podjetju stroške. Management v podjetju s kontrolirajočimi lastniki ima tudi manj spodbud za podjetju specifične investicije, kar tudi znižuje vrednost podjetja (Gregorič, 2003, str. 75). Oblika in moč povezave med največjim lastnikom in uspešnostjo podjetja je tako odvisna od tega, kateri izmed navedenih učinkov prevlada. Vpliv skupine velikih delničarjev je odvisen tudi od tega, kako veliki delničarji sodelujejo med sabo ter od izbrane mere koncentracije. Drugi največji delničar lahko tako kot največji, nadzira delovanje managementa, hkrati pa nadzira tudi največjega delničarja in tako zmanjšuje potrošnjo zasebnih koristi kontrole (Edwards, Weichenrieder, 1999, str. 3). V tem primeru bi večji lastniški delež drugega največjega delničarja povečeval uspešnost podjetja. Enako lahko trdimo za dodatne lastnike blokov delnic; tudi slednji lahko, s tem da tvorijo učinkovite koalicije, nadzirajo oz. omejujejo vpliv največjega delničarja. Načeloma velja, da če ima en lastnik dominanten nadzor nad podjetjem, je njegov lastniški delež bolj primerna mera kot lastniški delež petih ali več največjih delničarjev. Obratno velja, če več blokovskih delničarjev tvori večinsko koalicijo (Earle, Kucsera, Telegdy, 2003, str. 3).

Vpliv koncentracije lastništva na uspešnost podjetij v Sloveniji sem testiral na osnovi empiričnega modela. Za pojasnitev lastniške strukture sem uporabil dve spremenljivki – lastniški delež največjega delničarja (ND) in lastniški delež treh največjih delničarjev (TND) na dan 31.12.2001. Za lastniške deleže drugega in tretjega največjega delničarja sem upošteval zgolj delničarje, ki imajo več kot 5-odstotni lastniški delež – t.i. velike delničarje. Podatki o lastniških deležih so pridobljeni preko Ljubljanske borze, za podjetja na borzni kotaciji, in preko Klirinško depotne družbe, za podjetja na prostem trgu. V vzorcu je 92 podjetij iz borzne kotacije in prostega trga. Podjetij je v tem vzorcu manj, ker so nekatera podjetja v letu 2002 izstopila iz organiziranega trga, za nekatera pa nisem uspel dobiti podatkov, potrebnih za izračun mer uspešnosti za konec leta 2002. Vsa podjetja v vzorcu so nefinančna podjetja. Podjetij izven organiziranega trga nisem preučeval zaradi dveh razlogov. Prvič, cene delnic teh podjetij se ne določajo tržno, kar onemogoča uporabo tržne mere uspešnosti. Drugič, dostopnost podatkov pa je zelo slaba.

Po podatkih iz analize Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2001 (glej Prilogo, Tabela 6, str. 4) je lastniška struktura 136 preučevanih vpisanih podjetij izjemno podobna tisti v analizi, ki jo predstavljam v nadaljevanju (povprečni lastniški deleži treh največjih delničarjev se med analizama ne razlikujejo za več kot eno odstotno točko). Sklepamo torej, da v letu 2001 ni prišlo do večjih sprememb v lastniški strukturi.

Uspešnost podjetja je opisana s tremi merami uspešnosti. Dobičkonosnost sredstev¹⁸ (ROA) in dobičkonosnost kapitala¹⁹ (ROE) kot knjigovodski meri uspešnosti, ter s Tobinovem Q-jem kot tržno mero uspešnosti. Tobinov Q je razmerje med tržno vrednostjo sredstev podjetja in nadomestno vrednostjo sredstev. Uporabil sem poenostavljen izračun tega kazalca, in sicer metodo, ki sta jo razvila Chung in Pruitt (Li, Oum, Zhang, 2001, str. 7). Poglavitna razlika je v tem, da Chung-Pruitova metoda aproksimira nadomestno vrednost sredstev s knjižno vrednostjo.

Tobinov Q po Chung-Pruit metodi:

$$TQ = \frac{TVND + KVPD + KVDD + Zaloge + KVKO + KVGS}{KVS}$$

TVND – tržna vrednost navadnih delnic

KVPD – knjižna vrednost prednostnih delnic

KVDD – knjižna vrednost dolgoročnega dolga

Zaloge – knjižna vrednost zalog

KVKO – knjižna vrednost kratkoročnih obveznosti

KVGS – knjižna vrednost gibljivih sredstev

KVS – knjižna vrednost celotnih sredstev

Podatke za izračun omenjenih treh mer uspešnosti sem dobil iz letnih računovodskih poročil, dosegljivih na internetu in v časopisju, ter preko internetne strani Ljubljanske borze. Tržno vrednost navadnih delnic sem definiral kot zmnožek cene delnic in števila delnic na dan 31.12.2002. Vse tri mere uspešnosti so izračunane za dan 31.12.2002.

Za preverjanje hipoteze, da lastniška struktura vpliva na uspešnost podjetja, sem uporabil regresijski model z metodo navadnih najmanjših kvadratov kot sledi:

$$USP_i = \beta_0 + \beta_1 KL_{-1,i} + \beta_2 USP_{-1,i} + \beta_3 AE_i + \beta_{4-21} D_i + \varepsilon_i$$

¹⁸ROA = dobiček/sredstva

KL je mera koncentracije lastništva in vključuje spremenljivki ND in TND, USP pa vključuje tri spremenljivke uspešnosti podjetja in sicer ROE, ROA in TQ. Razen spremenljivk koncentracije lastništva sem v model vključil še dve kontrolni spremenljivki – finančno strukturo podjetja AE, merjeno kot količnik med kapitalom in celotnimi sredstvi, ter odloženo vrednost spremenljivke uspešnosti. Nadalje sem v model vključil še 18 nepravilnih panožnih spremenljivk D₄₋₂₁ za 19 različnih panog²⁰ zaradi mogočih sistematičnih učinkov panoge na TQ. Taki učinki so mogoči, argumentirata Demsetz in Lehn (1985), ker je lastniška struktura lahko odvisna od panoge podjetja. V primeru da so mere uspešnosti visoko povezane po panogah, bi ne vključitev panožnih nepravilnih spremenljivk lahko dala napačne rezultate.

Z namenom odprave problema endogenosti sem uporabil odloženo mero koncentracije, to je na delež največjega lastnika na dan 31.12.2001. Endogenost se kaže v tem, da so lastniške strukture (najsi bodo razpršene ali koncentrirane), ki maksimirajo donose delničarjev, rezultat tržnih sil (Demsetz, Villalonga, 2001, str. 3). Problem je torej lahko tudi v tem, da velja obratna povezava – uspešnost podjetja sama tudi vpliva na lastniško strukturo.

Opisne statistike spremenljivk (z izjemo spremenljivk za koncentracijo lastništva, ki sem jih že navedel v tabeli 3) so predstavljene v tabeli 5.

Tabela 5: Opisne statistike odvisnih in pojasnjevalnih spremenljivk za vzorec 92 podjetij

	<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>	<i>Povprečje</i>	<i>Mediana</i>	<i>Std. Odklon</i>
AE	0,245	0,998	0,67	0,68	0,18
ROE ₋₁	-6,159	0,198	-0,058	0,024	0,651
ROA ₋₁	-2,028	0,141	-0,011	0,018	0,221
TQ ₋₁	-0,036	1,385	0,392	0,361	0,262
ROE	-0,962	0,269	0,000	0,031	0,175
ROA	-0,205	0,244	0,016	0,020	0,067
TQ	-0,162	2,297	0,519	0,483	0,382

Vir: Lastna analiza na podlagi podatkov, zbranih preko Ljubljanske borze, KDD in PASEF-a dne 31.12.2001.

Finančna struktura (AE) s povprečno vrednostjo 0,6633 in nam pove, da znaša delež kapitala v celotnih sredstvih podjetja v povprečju 66,33 odstotka. Čeprav so banke glavni dobavitelji zunanjih financ podjetjem, predstavljajo zunanji viri relativno majhen delež financ podjetij. Vsi kazalci uspešnosti kažejo na porast uspešnosti podjetij v obdobju 31.12.2001 – 31.12.2002.

¹⁹ROE = dobiček/kapital

²⁰Po klasifikaciji SKD.

4.2. Rezultati

V naslednji tabeli so prikazani rezultati regresije vseh petih regresijskih modelov, ki merijo odvisnost uspešnosti podjetja od koncentracije lastništva.

Tabela 6: Rezultati regresije med tremi merami uspešnosti in lastniško koncentracijo (v oklepajih so vrednosti t-statistik)

<i>ND</i>	<i>TND</i>	<i>AE</i>	<i>ROE₋₁</i>	<i>ROA₋₁</i>	<i>TQ₋₁</i>	<i>R²</i>	<i>F-test</i>
<i>ROE_i</i> = $\beta_0 + \beta_1 KL_{-1,i} + \beta_2 ROE_{-1,i} + \beta_3 AE_i + \beta_{4-21} D_i + \varepsilon_i$							
-0,259*** (-2,614)		0,488* (4,755)	-0,011 (-0,405)			0,261	2,534**
	-0,348** (-3,200)	0,513* (5,081)	-0,004 (-0,156)			0,290	2,794**
<i>ROA_i</i> = $\beta_0 + \beta_1 KL_{-1,i} + \beta_2 ROA_{-1,i} + \beta_3 AE_i + \beta_{4-21} D_i + \varepsilon_i$							
-0,0375 (-1,028)		0,1593* (4,197)		0,0477 (1,549)		0,334	3,172*
	-0,0605 (-1,496)	0,1637* (4,329)		0,049 (1,664)		0,345	3,280*
<i>TQ_i</i> = $\beta_0 + \beta_1 KL_{-1,i} + \beta_2 TQ_{-1,i} + \beta_3 AE_i + \beta_{4-21} D_i + \varepsilon_i$							
-0,165 (-1,289)		0,209 (1,542)			1,1958* (11,440)	0,737	13,127*
	-0,224 (-1,547)	0,230*+ (1,716)			1,1949* (11,528)	0,739	13,948*

* - značilen pri stopnji značilnosti 0.001

** - značilen pri stopnji značilnosti 0.01

*** - značilen pri stopnji značilnosti 0.05

*+ - značilen pri stopnji značilnosti 0.1

Vir: Lastna analiza na podlagi podatkov, zbranih preko Ljubljanske borze, KDD in PASEF-a dne 31.12.2001 in dne 31.12.2002.

Izpisi rezultatov regresij narejeni z računalniškim programom Soritec so prikazani v Prilogi na straneh 5-7 in se bistveno ne razlikujejo od tistih v Tabeli 6.

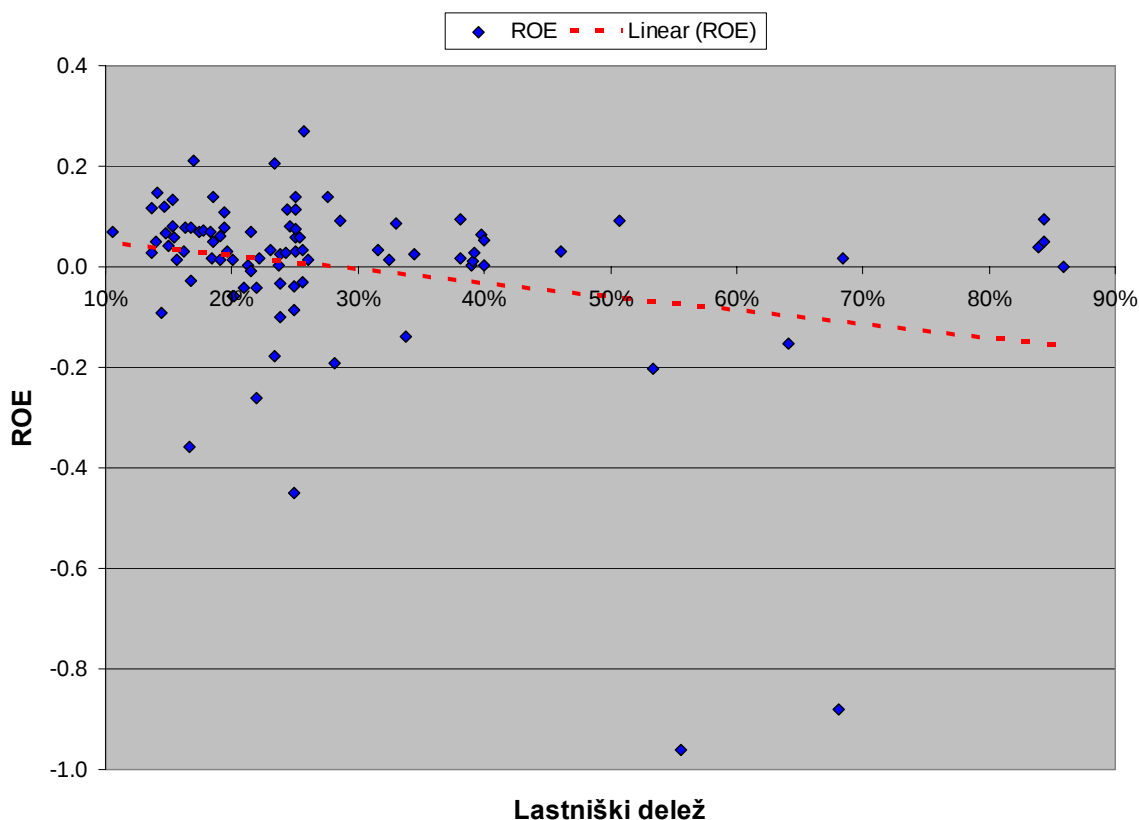
Rezultati F-testa pokažejo, da je vseh šest modelov kot celota statistično značilnih. Prav tako so statistično značilni koeficienti za spremenljivko AE pri vseh modelih, razen pri modelu s TQ in ND. Koeficienti pri odloženih spremenljivkah uspešnosti za ROE in ROA so negativni ter statistično neznačilni. Regresijski koeficient pri odloženi spremenljivki za TQ je visoko statistično značilen. Oba koeficienta za ND in TND v modelu s TQ pa sta statistično neznačilna. To je bilo pričakovati, saj je obseg trgovanja na ljubljanski borzi razmeroma majhen, tako da Tobinov Q ni ustrezna mera uspešnosti v primeru Slovenije. Vsi regresijski koeficienti za spremenljivki koncentracije imajo negativni predznak, kar je v skladu s

pričakovani. Koncentracija lastništva znižuje uspešnost podjetij v Sloveniji. Najvišji determinacijski koeficient R^2 imata modela s Tobinovi Q-jem. To je zato, ker so pri teh dveh modelih koeficienti pri nepravilnih panožnih spremenljivkah večinoma statistično značilni, v nasprotju z modeloma za ROA in ROE. To nakazuje, da se uspešnost podjetij med panogami razlikuje.

Ker imajo slovenska podjetja visok delež kapitala v celotnih sredstvih, je razumljivo da bo zmanjšanje kapitala v celotnih sredstvih (AE) povečalo tržno uspešnost podjetja, kar pojasni visoko statistično značilnost regresijskega koeficienta pri tej spremenljivki.

Regresijski koeficient za spremenljivko ROE je statistično značilen, za spremenljivko ROA pa statistično neznačilen.

Slika 3: Razsevni grafikon za odvisnost spremenljivke ROE od lastniškega deleža največjega delničarja za 92 podjetij

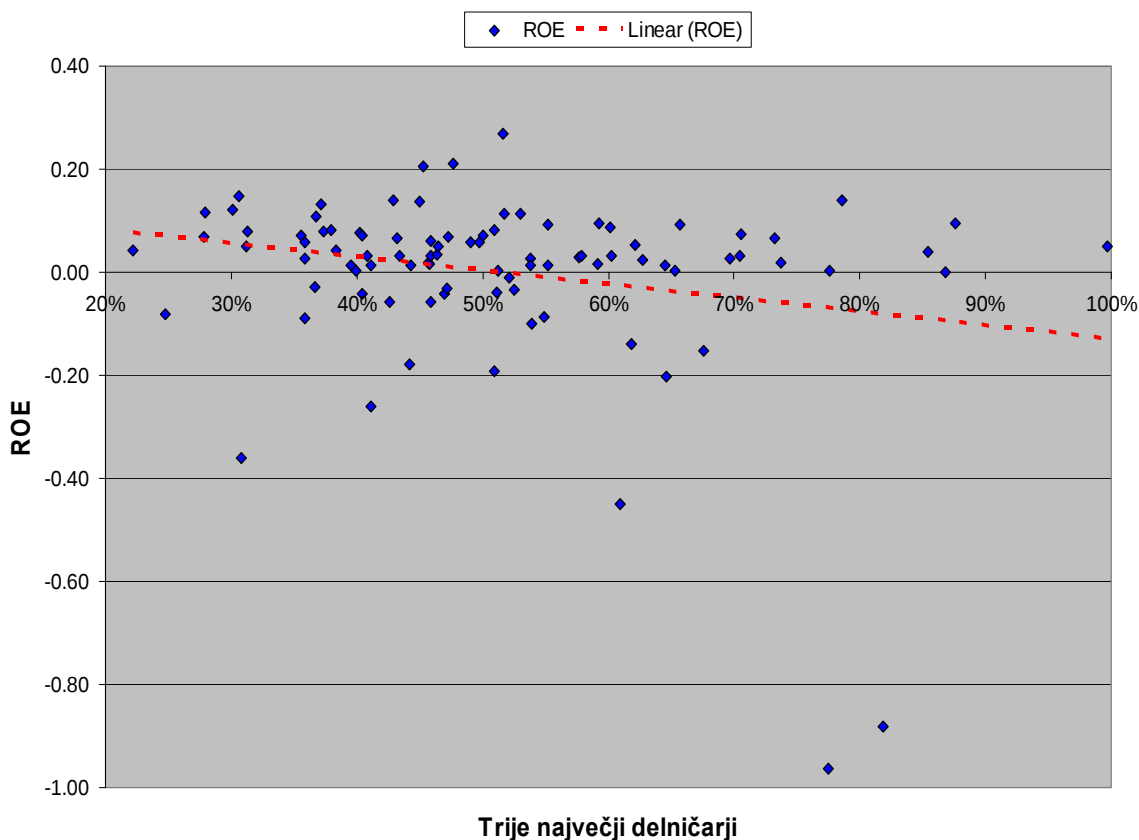


Vir: Lastna analiza na podlagi podatkov, zbranih preko Ljubljanske borze, KDD in PASEF-a dne 31.12.2001 in 31.12.2002.

Grafikona za spremenljivki ROA in TQ v odvisnosti od lastniškega deleža največjega lastnika sta v prilogi, stran 8.

Iz grafikona na sliki 3 je jasno razvidna negativna povezava med lastniškim deležem največjega delničarja in uspešnostjo, merjeno s ROE. V vseh modelih je regresijski koeficient pri TND večji kot pri ND, kar pomeni, da imajo trije največji delničarji močnejši vpliv na uspešnost, oz lastniški delež največjega lastnika ima nižji negativni vpliv na uspešnost v primerjavi z lastniškimi deleži treh največjih lastnikov. Negativno povezavo med koncentracijo lastništva in uspešnostjo lahko pojasnimo z visokimi zasebnimi koristi kontrole. Možno razlago za vpliv treh največjih delničarjev lahko najdemo tudi v medsebojnih konfliktih: namesto da veliki delničarji sodelujejo pri nadzoru podjetja, se med seboj prepirajo zaradi različnih pogledov. Lahko pa vplivata oba dejavnika hkrati.

Slika 4: Razsewni grafikon za odvisnost spremenljivke ROE od lastniškega deleža treh največjih delničarjev za 92 podjetij



Vir: Lastna analiza na podlagi podatkov, zbranih preko Ljubljanske borze, KDD in PASEF-a dne 31.12.2001 in 31.12.2002.

Grafikona za spremenljivki ROA in TQ v odvisnosti od lastniškega deleža treh največjih delničarjev sta v prilogi, stran 9.

Na sliki 4 se negativna povezava med koncentracijo lastništva in uspešnostjo vidi še izraziteje. S povečevanjem koncentracije lastništva torej najverjetneje prihaja do okoriščenja velikih delničarjev in posledično do nižje uspešnosti. Velika koncentracija lastništva tudi zmanjšuje likvidnost delnic podjetja, kar dodatno negativno vpliva na uspešnost.

5. SKLEP

Namen diplomske naloge je predstaviti koncentracijo lastništva delniških družb kot mehanizem vladanja podjetju v Sloveniji ter raziskati vpliv lastniške koncentracije na uspešnost podjetij v Sloveniji.

Zakaj investitorji vlagajo denar v podjetje? Investitorji vlagajo svoj denar v podjetje bodisi, ker so naivni, bodisi ker so preveč optimistični. Naivni investitorji verjamejo podjetjem zaradi izgrajenega ugleda, preveč optimistični investitorji pa so kratkovidni in gledajo samo na kratkoročno rast cen delnic. Druga razlaga zunanjega financiranja podjetij temelji na mehanizmih vladanja podjetju. Tu je bistvenega pomena pravna zaščita delničarjev. Moč pravne zaščite med državami niha. Majhni delničarji potrebujejo močnejšo pravno zaščito, tako pred managerji kot pred velikimi delničarji. Veliki delničarji po drugi strani potrebujejo precej manj pravne zaščite, saj imajo veliko glasovalno moč. V državah, kjer je pravna zaščita delničarjev slaba, sta koncentrirano lastništvo in pravna zaščita substituta za mehanizem vladanja podjetju.

Koncentrirano lastništvo je prisotno po vsem svetu. Veliki delničarji povzročajo tako stroške kot koristi. Nadzirajo management in tako rešujejo problem agentov med delničarji in managementom, a tudi povečujejo stroške agenta zaradi nasprotij med majhnimi in velikimi delničarji. Medsebojno tekmovanje in nasprotja med večimi velikimi lastniki tudi vnaša v podjetje dodatne stroške. Posledično je vpliv lastniške strukture na uspešnost podjetja odvisen od tega, kateri od navedenih učinkov prevlada. Pri majhni koncentraciji lastništva naj bi povečanje koncentracije lastništva povzročilo skupne koristi kontrole in povečalo uspešnost podjetja. Povečanje koncentracije lastništva preko določenega odstotka (praga) ustvarja stroške zaradi zasebnih koristi kontrole velikih delničarjev.

Empirična raziskava, osnovana na vzorcu 92 slovenskih podjetjih, potrjuje negativno povezavo med koncentracijo lastništva in uspešnostjo podjetja za ROE, medtem ko negativen vpliv na ROA in Tobinov Q ni statistično značilen. Lastništvo slovenskih podjetij je koncentrirano nad mejo, do katere prevladujejo koristi koncentracije lastništva. Z večanjem lastniškega deleža največjega delničarja uspešnost podjetja pada. Ostali lastniki blokov delnic bi lahko nadzirali največjega lastnika, če bi tvorili učinkovite koalicije. Zaradi tega bi se znižalo koriščenje zasebnih koristi kontrole največjega delničarja, kar bi pozitivno vplivalo na uspešnost podjetja. Pri nas s povečanjem lastniških deležev treh največjih delničarjev uspešnost pada močnejše kot pri povečanju lastniškega deleža največjega lastnika. Pozitivni učinki dodatnega nadzora večih lastnikov blokov delnic torej niso prisotni, najverjetneje zaradi medsebojnega tekmovanja med največjimi delničarji. Stroške koncentracije tako

povzročajo 'tekmovalja' med lastniki blokov ter zmanjšanje likvidnosti delnic. Zaključimo lahko torej z ugotovitvijo, da koncentracija lastništva pri nas nasplošno znižuje uspešnost podjetij. Ne glede na navedeno, konsolidacija deležev podjetij in prevzemi slovenskih podjetij s strani tujih investorjev nakazujejo, da se v Sloveniji vladanje podjetju razvija v smeri notranjega sistema vladanja velikih lastnikov (Gregorič, 2003, str. 17). Ob takem razvoju je tako nujno zagotoviti oz. povečati zaščito malih delničarjev ter ustrezno preglednost poslovanja podjetij in delovanja njihovih velikih lastnikov.

LITERATURA

1. Alchian Armen, Demsetz Harold: Production, Information Costs, and Economic Organization. American Economic Review, 1972 (iz Demsetz Harold : Ownership, Control, and the Firm. Oxford : Basil Blackwell Ltd, 1988, str. 119-143).
2. Bartlett Bruce: Control Tweaks. Empowering institutional investors will fix the corporate board problem. [URL: http://www.nationalreview.com/nrof_bartlett/bartlett042402.asp], 2002.
3. Black Bernard: Does Corporate Governance Matterč A Crude Test Using Russian Data. B.k. : University of Pennsylvania Law Review, Vol. 149, 2001, str. 2135-2150.
4. Bohinc Rado, Bainbridge M. Stephen: Corporate Governance in Post-Privatized Slovenia. [URL: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=199548], 1999.
5. Chirinko S. Robert: Investor Protections and Concentrated Ownership: Assessing Corporate Control Mechanisms in Netherlands. [URL. <http://ssrn.com/abstract=385105>], 2002.
6. Demsetz Harold: Ownership, Control, and the Firm. Oxford : Basil Blackwell Ltd, 1988. 300 str.
7. Demsetz Harold, Lehn Kenneth: The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. Journal of Political Economy, 1985 (iz Demsetz Harold : Ownership, Control, and the Firm. Oxford : Basil Blackwell Ltd, 1988, str. 202-222).
8. Denis Diane K., McConnell John J.: International Corporate Governance. ECGI - Finance Working Paper No. 05/2003; Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference. [URL: <http://ssrn.com/abstract=320121>], 2003.
9. Earle S. John, Kucsera Csaba, Telegdy Almos: Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange: Do Too Many Cooks Spoil the Goulash. Michigan : Upjohn Institute, 2003. 15 str.
10. Edwards S.S. Jeremy, Weichenrieder J. Alfons: Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany. [URL: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=199548], 15.6.1999.
11. Gregorič Aleksandra: Corporate Governance in Slovenia: An International Perspective. Ekonomska Fakulteta, 2003. 181 str.
12. Gregorič Aleksandra, Prašnikar Janez, Ribnikar Ivan : Corporate Governance in Transitional Economies : The Case of Slovenia. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 29 str.
13. Gregorič Aleksandra, Šetinc Tekavc Martina: The Legal Framework of the Slovenian Corporate Governance. Ljubljana : Ekonomska Fakulteta, 2000. 25 str.
14. Gürsoy Güner, Aydoğan Kürdat: Equity Qwnership Structure, Risk-Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies. Emerging Markets Finance and Trade. Armonk (NY) : M.E.Sharpe Inc., 36(2002), 6, 25 str.

15. Holderness G. Clifford: A Survey of Blockholders and Corporate Control. FRBNY Economic Policy Review. B.k. : Federal Reserve Bank of New York, 2001. 14 str.
16. Jarell A. Gregg: Takeover and Leveraged Buyouts. [URL: <http://www.econlib.org/library/Enc/TakeoversandLeveragedBuyouts.html>], 2003.
17. Jensen C. Michael, Smith W. Clifford, Jr.: Recent Advances in Corporate Finance. Stockholder, Manager and Creditor Interests: Applications of Agency Theory. B.k. : Dow-Jones Irwin, 2000. 41 str.
18. La Porta Rafael et al.: Which Countries Give the Investor the Best Protection. Public Policy for the Private Sector. Note No.109. B.k. : World Bank Group, 1997. 4 str.
19. Li Z.F. Michael, Oum H. Tae, Zhang Yimin: Tobins'Q and Airline Performances. [URL: <http://www.ntu.edu.sg/nbs/ae/WP-Series/wp2001-04.pdf>], 2001.
20. Monks A.G. Robert : Redesigning Corporate Governance Structures and Systems for the Twenty First Century. Corporate Governance: An International Review, Oxford : Blackwell Publishers Ltd, 9(2001), 3, str. 142 – 147.
21. Organization for Economic Co-operation and Development: OECD Principles of Corporate Governance. Paris : OECD, 1999.
22. Schleifer Andrei, Vishny W. Robert: A Survey of Corporate Governance. Journal of Finance. B.k. : Št. 52, 1997, str. 737 – 783.
23. Simoneti Marko, Erker Igor, Lukovac Jovan: Institucionalni investitorji v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 7-8 (2003), str. 113-123.
24. Valentinčič Aleš, Groznik Peter: Kdo nadzira nadzornike?. Delo, Ljubljana, 15.11.2003, str. 11-12.
25. Zingales Luigi: Corporate Governance. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. Chicago : University of Chicago, 1997. 20 str.

VIRI

1. Corporate Governance, [URL: <http://www.corp-gov.org>].
2. Interni viri Klirinško depotne družbe.
3. Investopedia.com, [URL: <http://www.investopedia.com/dictionary/>].
4. Podatkovno analitično središče ekonomske fakultete (PASEF), [URL: <http://www.ef.uni-lj.pasef/>].
5. Uradna pravila Ljubljanske Borze,
[URL: http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr_svp.htm].
6. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 29/94, 82/94).
7. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 110/02).
8. Zakon o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/99)

9. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 47/97).
10. Zakon o sodelovanju delavcem pri upravljanju (Uradni list RS, št. 42/93, 56/01).
11. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).

PRILOGA

PRILOGA

Slika 1: Delavska participacija v državah EU in Sloveniji

PARTICIPACIJA DELAVCEV PRI UPRAVLJANJU GOSPODARSKIH DRUŽB*				
Država:	Sodelovanje delavcev pri upravljanju		Sodelovanje delavcev v NS	Sestava nadzornega sveta št. zastopanost delavcev
Nemčija	✓	Model MONTAN (l.1951), Splošni model (l.1952, 1976).	✓	1/3-500 do 2000, 1/2-nad 2000, 1/2 nad 1000 - MONTAN.
Avstrija	✓	ZSDU (l.1974, 1986)in ZSJS.	✓	Vsaj 1/3 v NS.
Francija	✓	Temelj ustava iz l.1946.	✓	Do 4 predstavnike v NS.
Italija	○	Zakonsko ni urejeno.	○	Delavci niso zastopani v NS.
Švedska	✓	ZoS (l.1977).	★	Prek sindikalnih zastopnikov.
Španija	✓	ZDS (l.1980) in ZSS (l.1985).	○	Delavci niso zastopani v NS.
Portugalska	✓	Temelj ustava	○	Delavci niso zastopani v NS.
Grčija	○	Prostovoljnost.	○	Delavci niso zastopani v NS.
Nizozemska	✓	Zakonsko urejeno.	✓	S kooptacijo - nad 100.
Luxemburg	✓	Zakonsko urejeno.	✓	1/3 v NS - nad 100.
Belgija	✓	Zakonsko urejeno.	○	Delavci niso zastopani v NS.
Velika Britanija	○	Zakonsko ni urejeno.	○	Delavci niso zastopani v NS.
Danska	✓	Zakonsko urejeno.	✓	Do 1/2 članov.
Slovenija	✓	ZSDU (l.1993).	✓	Določa statut družbe, ne manj od 1/3 - do 1000, ne manj od 1/2 - več kot 1000.
EU	✓	Predlog pete direktive (l.1972/1983/1991), Predlog direktive za spremembo statuta SE (l.1991). /Štirje modeli/	✓	Ne manjše od 1/3 in ne večje od 1/2 članov NS.
Legenda:				
Zakonsko urejeno		✓		
Zakonsko ni urejeno		○		
Sindikati kot zastopniki		★		

* Pregled izdelan za potrebe "Studia participatis" Kranj, 1997.

Vir: <http://www.delavska-participacija.com/>

Tabela 1: Pogoji za kotacijo na Ljubljanski Borzi

Leta poslovanja	3
Realnost in objektivnost računovodskih izkazov	revidirani računovodski izkazi za tri leta
Velikost kapitala (kapital po zadnji revidirani bilanci stanja: vpoklicani kapital, kapitalske rezerve, rezerve iz dobička, preneseni čisti poslovni izid, čisti poslovni izid poslovnega leta, prevrednoteni popravki kapitala)	500 mio SIT
Minimalna velikost razreda delnic (upo.teva se knjigovodska vrednost delnice oziroma tr.na kapitalizacija, če je delnica .e bila v kateremkoli segmentu organiziranega trga)	200 mio SIT
Odstotek razreda delnic v javnosti vsaj 25%	vsaj 25%
Število imetnikov razreda delnic vsaj 150	vsaj 150

Vir: Ljubljanska Borza, [URL: http://www.ljse.si/StrSlo/OBorzi/Zakoni/Pravila_03.pdf], 2003.

Tabela 2: Frekvenčna porazdelitev 101 izbranih podjetij vpisanih na Ljubljanski Borzi glede na lastniški delež največjega delničarja.

Lastniški delež (%)	Število podjetij	Odstotek podjetij (%)	Kumulativni odstotek (%)
0 – 5	0	0.0	0.0
5 – 10	3	3.0	3.0
10 – 15	10	9.9	12.9
15 – 20	22	21.8	34.7
20 – 25	28	27.7	62.4
25 – 30	10	9.9	72.3
30 – 35	6	5.9	78.2
35 – 40	8	7.9	86.1
40 – 45	1	1.0	87.1
45 – 50	1	1.0	88.1
50 – 55	2	2.0	90.1
55 – 60	1	1.0	91.1
60 – 65	1	1.0	92.1
65 – 70	2	2.0	94.1
70 – 75	0	0.0	94.1
75 – 80	1	1.0	95.0
80 – 85	3	3.0	98.0
85 – 90	1	1.0	99.0
90 – 95	0	0.0	99.0
95 – 100	1	1.0	100.0

Vir: Lastna analiza na podlagi podatkov, zbranih preko Ljubljanske borze in KDD dne 31.12.2001.

Tabela 3: Izpis opisne statistike za spremenljivko največji delničar za preučevana podjetja

Summary Statistics for **ND**

Total Obs =	101	Missing =	0	
Median =	.238400	Lwr Bnd =	.215300	Upper Bnd= .250000
Minimum =	.930000E-01	Maximum =	.958800	Range = .865800
Mean =	.290835	Variance =	.340482E-01	Std Dev = .184522
Coef Var =	.634455	Skewness =	1.89995	Kurtosis = 3.12012
Mode =	.250000	Frequency =	5	
Quartiles:	.177000	.238300	.315600	
Deciles:	.144400	.166600	.191000	
	.213300	.238300	.250000	
	.271000	.380800	.507000	

Tabela 4: Izpis opisne statistike za spremenljivko drugi največji delničar za preučevana podjetja

Summary Statistics for **DND**

Total Obs =	101	Missing =	0	
Median =	13.1900	Lwr Bnd =	12.2000	Upper Bnd= 14.4300
Minimum =	.740000	Maximum =	31.4600	Range = 30.7200
Mean =	13.3497	Variance =	31.1391	Std Dev = 5.58024
Coef Var =	.418005	Skewness =	.401378	Kurtosis = 1.01857
Mode =	14.4000	Frequency =	3	
Quartiles:	10.0100	13.0000	15.3000	
Deciles:	7.30000	9.6000	10.8000	
	12.0200	13.0000	14.4300	
	14.9900	15.5900	19.7400	

Tabela 5: Izpis opisne statistike za spremenljivko tretji največji delničar za preučevana podjetja

Summary Statistics for **TND**

Total Obs =	101	Missing =	0	
Median =	10.0000	Lwr Bnd =	9.12000	Upper Bnd= 10.2500
Minimum =	.140000	Maximum =	24.0700	Range = 23.9300
Mean =	9.35921	Variance =	18.2096	Std Dev = 4.26727
Coef Var =	.455943	Skewness =	.259857	Kurtosis = 1.19175
Mode =	10.0000	Frequency =	8	
Quartiles:	6.59000	10.0000	11.2500	
Deciles:	3.32000	6.1000	7.4000	
	9.09000	10.0000	10.2500	
	11.0100	11.7400	13.6000	

Tabela 6: Frekvenčna porazdelitev 578 nevpisanih podjetij glede na lastniški delež največjega delničarja.

Voting rights (%)	Number of companies	Percentage of companies %	Cumulative percentage %
0–5	0	0	0
5–10*	10	1.7	1.7
10–15	39	6.8	8.5
15–20	89	15.4	23.9
20–25	74	12.8	36.7
25–30	62	10.7	47.4
30–35	42	7.3	54.7
35–40	39	6.7	61.4
40–45	23	3.8	65.2
45–50	36	6.3	71.5
50–55	53	9.1	80.6
55–60	25	4.3	84.9
60–65	10	1.8	86.7
65–70	11	1.9	88.6
70–75	7	1.2	89.8
75–80	13	2.2	92
80–85	9	1.6	93.6
85–90	7	1.2	94.8
90–95	4	0.7	95.5
95–100	26	4.5	100
TOTAL	578	100	

Vir: Gregorčič, Prašnikar, Ribnikar, 2001, str. 17, tabela 6.

Tabela 7: Lastniški deleži prvega, drugega in tretjega največjega delničarja

Share	Min.	Max.	Average	Median
First largest	7.07	97.72	27.44	22.3
Second largest	0.08	33.33	13.35	12.13
Third largest	0.05	25.00	9.2	9.48

Vir: Gregorčič, Prašnikar, Ribnikar, 2001, str.16.

Izpis rezultatov regresij s pomočjo programa Soritec:

REGRESS : dependent variable is **ROA**

Variable	Coefficient	Std Err	T-stat	Signf
^CONST	-.637475E-02	.635021E-01	-.100386	.920
ND	-.374877E-01	.364602E-01	-1.02818	.307
AE	.159302	.379540E-01	4.19725	.000
ROA0	.477314E-01	.308227E-01	1.54858	.126
C	-.789632E-01	.591221E-01	-1.33559	.186
D	-.462631E-01	.637452E-01	-.725751	.470
E	-.716876E-01	.599881E-01	-1.19503	.236
F	-.839638E-01	.570546E-01	-1.47164	.146
G	-.691775E-01	.581568E-01	-1.18950	.238
H	-.565706E-01	.583740E-01	-.969107	.336
I	-.898124E-01	.625885E-01	-1.43497	.156
J	-.256532E-01	.603610E-01	-.424997	.672
K	-.840614E-01	.614997E-01	-1.36686	.176
L	-.240623E-01	.679873E-01	-.353924	.724
M	-.209150E-01	.674716E-01	-.309982	.757
N	-.873319E-01	.585537E-01	-1.49148	.140
O	-.839438E-01	.778533E-01	-1.07823	.285
Q	-.131876	.615032E-01	-2.14421	.035
R	-.144079	.615582E-01	-2.34053	.022
S	-.416965E-01	.639650E-01	-.651865	.517
T	.742347E-02	.676858E-01	.109676	.913
V	-.977334E-01	.786319E-01	-1.24292	.218

No. of Observations = 92 R2= .4876 (adj)= .3339
Sum of Sq. Resid. = .211181 Std. Error of Reg.= .549261E-01
Log(likelihood) = 148.992 Durbin-Watson = 2.09322
Schwarz Criterion = 99.2520 F (21, 70) = 3.17206
Akaike Criterion = 126.992 Significance = .000154

REGRESS : dependent variable is **ROA**

Variable	Coefficient	Std Err	T-stat	Signf
^CONST	.844855E-02	.643602E-01	.131270	.896
TND	-.605368E-01	.404623E-01	-1.49613	.139
AE	.163680	.378059E-01	4.32948	.000
ROA0	.496908E-01	.298621E-01	1.66401	.101
C	-.787719E-01	.586296E-01	-1.34355	.183
D	-.378644E-01	.635695E-01	-.595638	.553
E	-.697246E-01	.595218E-01	-1.17141	.245
F	-.816284E-01	.566225E-01	-1.44162	.154
G	-.654539E-01	.577632E-01	-1.13314	.261
H	-.537988E-01	.579517E-01	-.928338	.356
I	-.858991E-01	.621696E-01	-1.38169	.171
J	-.210007E-01	.599842E-01	-.350104	.727
K	-.821441E-01	.609914E-01	-1.34681	.182
L	-.257093E-01	.674406E-01	-.381214	.704
M	-.296404E-01	.673240E-01	-.440265	.661
N	-.832655E-01	.581820E-01	-1.43112	.157
O	-.806170E-01	.772757E-01	-1.04324	.300
Q	-.131335	.609925E-01	-2.15329	.035
R	-.142608	.610495E-01	-2.33594	.022
S	-.411908E-01	.633021E-01	-.650702	.517
T	.112897E-01	.671615E-01	.168098	.867
V	-.905861E-01	.781086E-01	-1.15975	.250

No. of Observations = 92 R2= .4960 (adj)= .3448
Sum of Sq. Resid. = .207728 Std. Error of Reg.= .544752E-01
Log(likelihood) = 149.750 Durbin-Watson = 2.07302
Schwarz Criterion = 100.010 F (21, 70) = 3.28021
Akaike Criterion = 127.750 Significance = .000101

REGRESS : dependent variable is **ROE**

Variable	Coefficient	Std Err	T-stat	Signf
^CONST	-.138201	.173774	-.795289	.429
ND	-.259522	.992767E-01	-2.61413	.011
AE	.488464	.102726	4.75500	.000
ROE0	-.113338E-01	.279759E-01	-.405128	.687
C	-.220964	.161641	-1.36701	.176
D	-.444348E-01	.174291	-.254945	.800
E	-.176187	.164030	-1.07412	.286
F	-.118374	.155997	-.758822	.451
G	-.510991E-01	.159075	-.321228	.749
H	-.924843E-01	.159555	-.579639	.564
I	-.109147	.171253	-.637343	.526
J	-.441740E-01	.165030	-.267672	.790
K	-.141532	.168075	-.842075	.403
L	.150759E-01	.185867	.811112E-01	.936
M	-.593986E-01	.184425	-.322076	.748
N	-.151842	.159691	-.950849	.345
O	-.109281	.212835	-.513455	.609
Q	-.232940	.168013	-1.38644	.170
R	-.240200	.168151	-1.42848	.158
S	-.189598E-01	.174912	-.108397	.914
T	.172268E-01	.184995	.931203E-01	.926
V	-.124992	.214927	-.581554	.563

No. of Observations = 92 R2= .4318 (adj)= .2614
 Sum of Sq. Resid. = 1.57781 Std. Error of Reg.= .150134
 Log(likelihood) = 56.4823 Durbin-Watson = 1.89071
 Schwarz Criterion = 6.74266 F (21, 70) = 2.53358
 Akaike Criterion = 34.4823 Significance = .001975

REGRESS : dependent variable is **ROE**

Variable	Coefficient	Std Err	T-stat	Signf
^CONST	-.620987E-01	.173802	-.357295	.722
TND	-.348467	.108893	-3.20008	.002
AE	.512684	.100907	5.08076	.000
ROE0	-.416905E-02	.267888E-01	-.155627	.877
C	-.222062	.158147	-1.40415	.165
D	.114075E-02	.171492	.665191E-02	.995
E	-.168172	.160574	-1.04731	.299
F	-.107015	.152746	-.700604	.486
G	-.319033E-01	.155887	-.204657	.838
H	-.803065E-01	.156275	-.513878	.609
I	-.902019E-01	.167829	-.537462	.593
J	-.194543E-01	.161812	-.120228	.905
K	-.130206	.164474	-.791647	.431
L	.560938E-02	.181910	.308360E-01	.975
M	-.105760	.181565	-.582489	.562
N	-.131315	.156570	-.838696	.404
O	-.944067E-01	.208425	-.452953	.652
Q	-.229846	.164403	-1.39807	.167
R	-.231943	.164550	-1.40956	.163
S	-.241809E-01	.170763	-.141606	.888
T	.402723E-01	.181102	.222374	.825
V	-.846691E-01	.210689	-.401868	.689

No. of Observations = 92 R2= .4560 (adj)= .2928
 Sum of Sq. Resid. = 1.51081 Std. Error of Reg.= .146912
 Log(likelihood) = 58.4781 Durbin-Watson = 1.85458
 Schwarz Criterion = 8.73840 F (21, 70) = 2.79373
 Akaike Criterion = 36.4781 Significance = .000696

REGRESS : dependent variable is **TQ**

Variable	Coefficient	Std Err	T-stat	Signf
^CONST	-.550101	.264183	-2.08228	.041
ND	-.164652	.127696	-1.28941	.202
AE	.209425	.135837	1.54174	.128
TQ0	1.19574	.104521	11.4402	.000
C	.343836	.216341	1.58932	.116
D	.485435	.232466	2.08820	.040
E	.600217	.217663	2.75756	.007
F	.537233	.210772	2.54888	.013
G	.425310	.217839	1.95240	.055
H	.690032	.215937	3.19553	.002
I	.471195	.241998	1.94710	.056
J	.468023	.228471	2.04850	.044
K	.561343	.234561	2.39316	.019
L	.625546	.245336	2.54976	.013
M	.716332	.241469	2.96656	.004
N	.371799	.212237	1.75181	.084
O	.529984	.286143	1.85217	.068
Q	.456359	.231582	1.97061	.053
R	.495365	.231654	2.13838	.036
S	.496489	.236734	2.09725	.040
T	1.13341	.248752	4.55638	.000
V	.347911	.288434	1.20621	.232

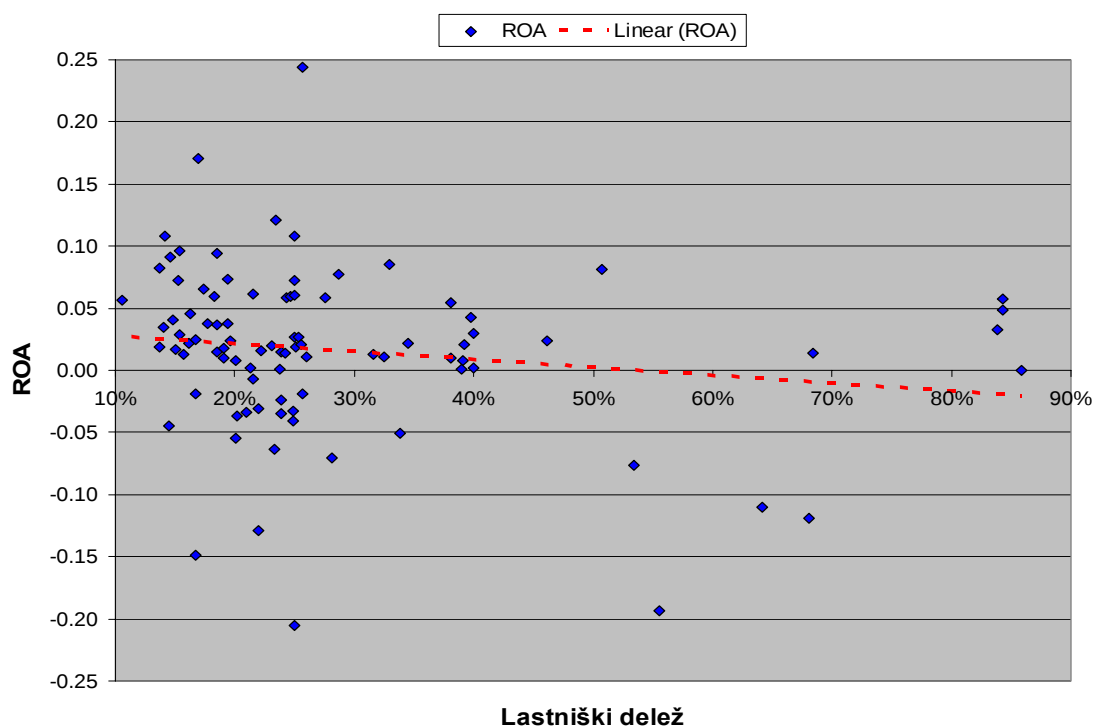
No. of Observations = 92 R2= .7975 (adj)= .7367
 Sum of Sq. Resid. = 2.68981 Std. Error of Reg.= .196025
 Log(likelihood) = 31.9444 Durbin-Watson = 1.98137
 Schwarz Criterion = -17.7953 F (21, 70) = 13.1271
 Akaike Criterion = 9.94437 Significance = .000000

REGRESS : dependent variable is **TQ**

Variable	Coefficient	Std Err	T-stat	Signf
^CONST	-.503702	.268153	-1.87841	.064
TND	-.224364	.145055	-1.54675	.126
AE	.230259	.134181	1.71603	.091
TQ0	1.19489	.103651	11.5280	.000
C	.343473	.215243	1.59575	.115
D	.515260	.231924	2.22168	.030
E	.606260	.216596	2.79904	.007
F	.544684	.209640	2.59819	.011
G	.438427	.216592	2.02421	.047
H	.697508	.214907	3.24563	.002
I	.483967	.240584	2.01163	.048
J	.483995	.227171	2.13053	.037
K	.568048	.233007	2.43790	.017
L	.620693	.244163	2.54213	.013
M	.686818	.241874	2.83957	.006
N	.381745	.211392	1.80587	.075
O	.539502	.284745	1.89469	.062
Q	.457526	.230261	1.98699	.051
R	.499845	.230260	2.17079	.033
S	.493684	.235407	2.09715	.040
T	1.14890	.247082	4.64987	.000
V	.373808	.286812	1.30332	.197

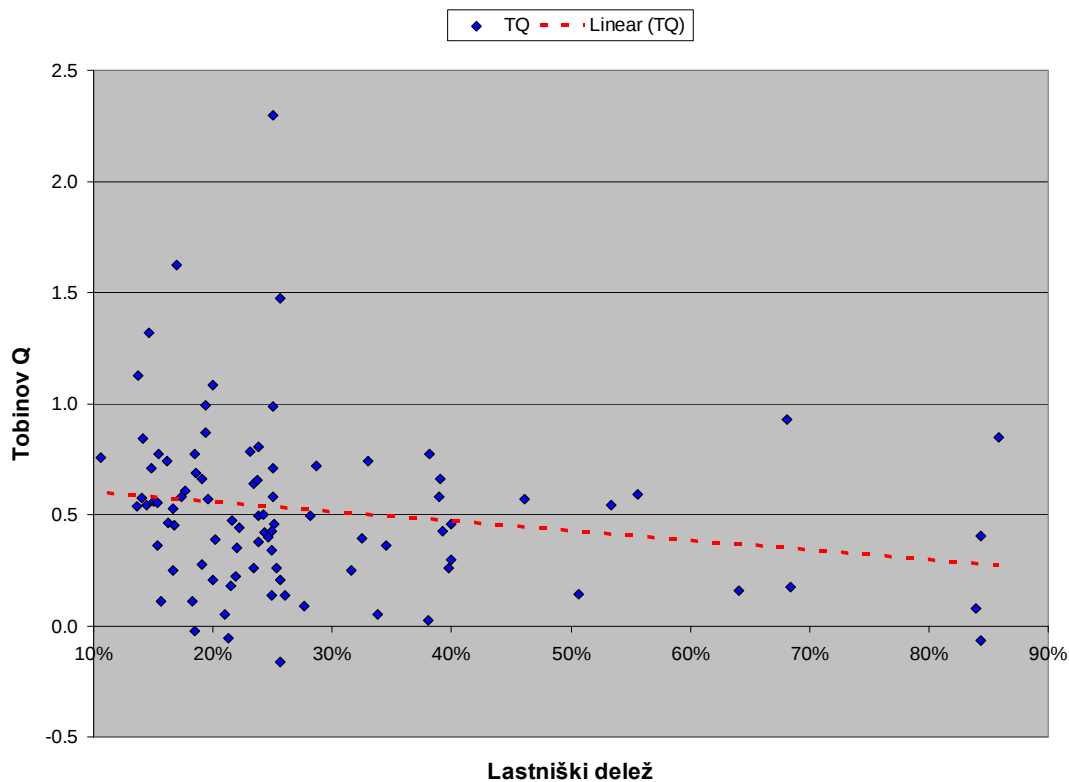
No. of Observations = 92 R2= .7995 (adj)= .7394
 Sum of Sq. Resid. = 2.66269 Std. Error of Reg.= .195034
 Log(likelihood) = 32.4105 Durbin-Watson = 2.00904
 Schwarz Criterion = -17.3292 F (21, 70) = 13.2948
 Akaike Criterion = 10.4105 Significance = .000000

Slika 2: Razsevni grafikon za odvisnost spremenljivke ROA od lastniškega deleža največjega delničarja za 92 podjetij



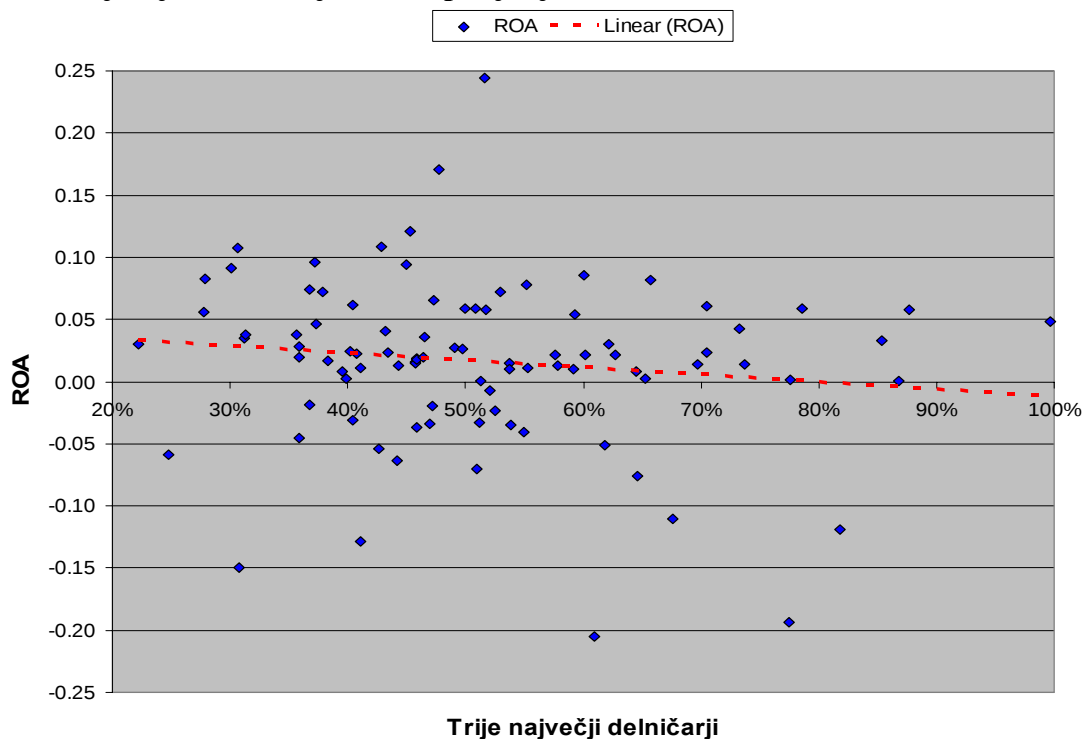
Vir: Lastna analiza na podlagi podatkov, zbranih preko Ljubljanske borze, KDD in PASEF-a dne 31.12.2001 in 31.12.2002.

Slika 3: Razsevni grafikon za odvisnost spremenljivke TQ od lastniškega deleža največjega delničarja za 92 podjetij



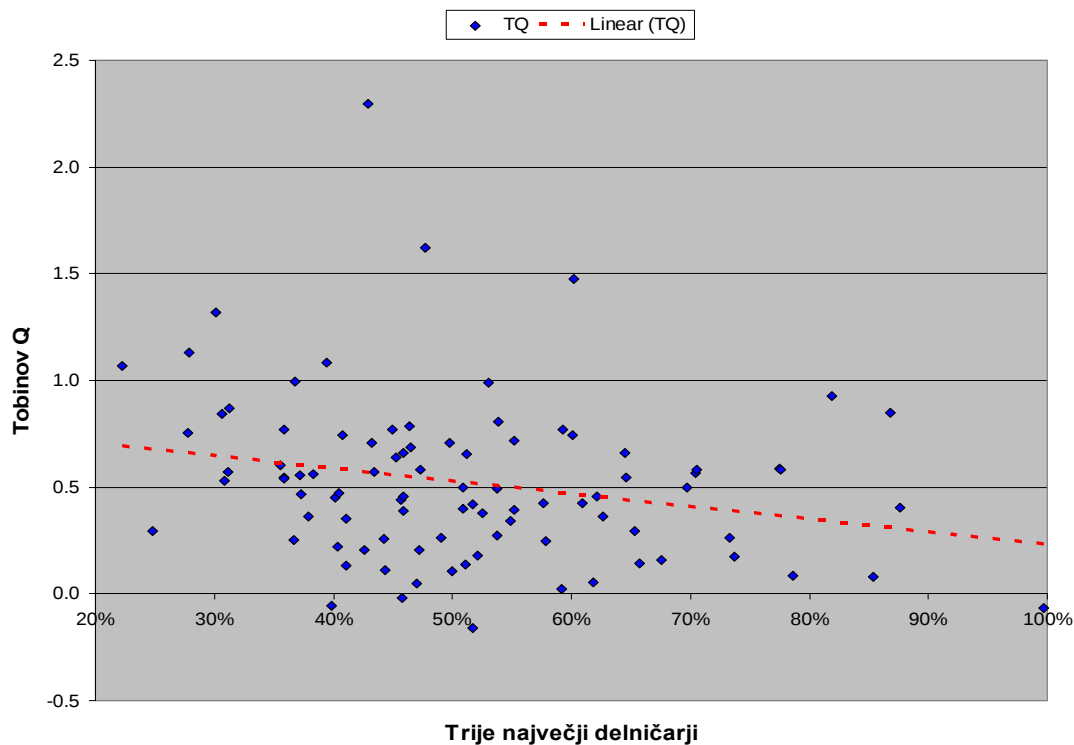
Vir: Lastna analiza na podlagi podatkov, zbranih preko Ljubljanske borze, KDD in PASEF-a dne 31.12.2001 in 31.12.2002.

Slika 4: Razsewni grafikon za odvisnost spremenljivke ROA od lastniškega deleža treh največjih delničarjev za 92 podjetij



Vir: Lastna analiza na podlagi podatkov, zbranih preko Ljubljanske borze, KDD in PASEF-a dne 31.12.2001 in 31.12.2002.

Slika 5: Razsewni grafikon za odvisnost spremenljivke TQ od lastniškega deleža treh največjih delničarjev za 92 podjetij



Vir: Lastna analiza na podlagi podatkov, zbranih preko Ljubljanske borze, KDD in PASEF-a dne 31.12.2001 in 31.12.2002.