

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE V SLOVENIJI:
PREGLEDNOST POSLOVANJA JAVNIH
GOSPODARSKIH DRUŽB**

Ljubljana, september 2006

POLONA PAŠIĆ

IZJAVA

Študentka Polona Pašić izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Aleksandre Gregorič in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 14.09.2006

Podpis:

KAZALO

| | |
|---|-----------|
| 1 UVOD..... | 1 |
| 2 TEORETIČNE OSNOVE | 2 |
| 2.1 OPREDELITEV POJMA GOSPODARSKA DRUŽBA | 2 |
| 2.2 OPREDELITEV POJMA KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE | 2 |
| 2.2.1 PROBLEM AGENTA..... | 5 |
| 2.2.2 LOČITEV LASTNIŠTVA OD UPRAVLJANJA..... | 7 |
| 2.2.3 SISTEMI KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA..... | 8 |
| 2.2.3.1 ZUNANJI IN NOTRANJI SISTEM..... | 8 |
| 2.2.3.2 ENOTIRNI IN DVOTIRNI SISTEM | 9 |
| 2.3 POMEN DOBREGA KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA | 10 |
| 3 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE V SLOVENIJI Z VIDIKA PREGLEDNOSTI POSLOVANJA JAVNIH GOSPODARSKIH DRUŽB | 12 |
| 3.1 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE V SLOVENIJI..... | 12 |
| 3.1.1 KODEKS UPRAVLJANJA JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB..... | 14 |
| 3.2 PREGLEDNOST POSLOVANJA JAVNIH GOSPODARSKIH DRUŽB..... | 16 |
| 4 RAZISKAVA PREGLEDNOSTI POSLOVANJA JAVNIH GOSPODARSKIH DRUŽB V SLOVENIJI..... | 18 |
| 4.1 SLOVENSKE TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV..... | 18 |
| 4.2 RAZISKAVA PREGLEDNOSTI POSLOVANJA JAVNIH GOSPODARSKIH DRUŽB V SLOVENIJI..... | 19 |
| 4.2.1 METODOLOGIJA..... | 20 |
| 4.2.1.1 INDEKS PREGLEDNOSTI SPLETNIH STRANI..... | 20 |
| 4.2.1.2 INDEKS PREGLEDNOSTI LETNIH POROČIL..... | 22 |
| 4.2.2 REZULTATI RAZISKAVE | 24 |
| 4.2.2.1 INDEKS PREGLEDNOSTI SPLETNIH STRANI..... | 24 |
| 4.2.2.2 INDEKS PREGLEDNOSTI LETNIH POROČIL..... | 29 |
| 5 PRIPOROČILA V SMERI IZBOLJŠANJA PREGLEDNOSTI POSLOVANJA GOSPODARSKIH DRUŽB V SLOVENIJI..... | 33 |
| 6 MOŽNE IZBOLJŠAVE IN PREDLOGI ZA NADALJNJE RAZISKAVE..... | 35 |
| 7 SKLEP | 36 |
| LITERATURA | 38 |
| VIRI | 39 |

1 UVOD

Svetovni finančni škandali tipa Enron, Worldcom, Parmalat in Arthur Andersen so dokazali, da zgolj strog in natančen zakonodajni okvir ne zagotavlja, da bodo vodstva gospodarskih družb dobro vodila družbe in odkrito ter pregledno poslovala. Managerji gospodarskih družb namreč velikokrat postavijo lastne interese pred interese lastnikov ter tako odstopajo od uresničevanja osnovnega cilja – maksimizacije dolgoročne vrednosti družb, ki jih upravljajo.

Zaradi številnih finančnih škandalov in posledično nižjemu zaupanju investorjev ter zato bolj previdnemu vlaganju korporacijsko upravljanje pridobiva na pomembnosti, njegova politika in postopki pa so pod velikim drobnogledom investorjev.

Danes se Slovenija sooča z mnogimi izzivi in eden izmed njih je tudi korporacijsko upravljanje (upravljanje korporacij, vladanje podjetjem, angl. corporate governance). Če je Slovenija z vstopom v Evropsko unijo in pospešenim procesom globalizacije že prešla stopnjo tranzicije, za področje korporacijskega upravljanja tega ne moremo trditi.

Namen moje diplomske naloge je predstaviti korporacijsko upravljanje v Sloveniji in proučiti preglednost poslovanja javnih gospodarskih družb.

V drugem poglavju diplomske naloge predstavljam teoretične osnove. Na kratko definiram pojma gospodarska družba in korporacijsko upravljanje. Sledi opredelitev problema agenta, ločitve lastništva od upravljanja, različnih sistemov upravljanja družb (notranji in zunanji, enotirni in dvotirni) in predstavitev pomena dobrega korporacijskega upravljanja. Korporacijskemu upravljanju v Sloveniji z vidika preglednosti poslovanja javnih gospodarskih družb namenjam pozornost v tretjem poglavju. V četrtem poglavju sta predstavljena metodologija in rezultati raziskave preglednosti poslovanja javnih gospodarskih družb v Sloveniji. V raziskavo so bile vključene gospodarske družbe v Sloveniji, katerih delnice kotirajo na Ljubljanski borzi. Z raziskavo želim ugotoviti, kako pregledno je poslovanje javnih gospodarskih družb v Sloveniji. Za uresničitev cilja oblikujem dva indeksa: Indeks preglednosti spletne strani in Indeks preglednosti letnih poročil, ki ju izračunam na osnovi vnaprej določenih kriterijev, po katerih ovrednotim spletno stran oziroma letna poročila javnih gospodarskih družb. Nato dobljene rezultate primerjam še z rezultati raziskave izpred dveh let, ki sta jo izvedla Berglöf in Pajuste (2005). V petem poglavju navajam priporočila v smeri izboljšanja preglednosti poslovanja slovenskih gospodarskih družb. Sledi razprava o možnih izboljšavah in predlogi za nadaljnje raziskave s področja korporacijskega upravljanja. V sedmem poglavju diplomske naloge so zajete sklepne misli. Sledijo še seznam uporabljene literature in virov ter slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov.

2 TEORETIČNE OSNOVE

2.1 OPREDELITEV POJMA GOSPODARSKA DRUŽBA

Po Zakonu o gospodarskih družbah (2006; v nadaljevanju: ZGD) je gospodarska družba (v nadaljevanju tudi: družba) pravna oseba, ki na trgu samostojno opravlja pridobitno dejavnost kot svojo izključno dejavnost. Pridobitna dejavnost po tem zakonu je vsaka dejavnost, ki se opravlja na trgu zaradi pridobivanja dobička. Gospodarske družbe se organizirajo v eni izmed naslednji oblik:

- kot osebne družbe: družba z neomejeno odgovornostjo, komanditna družba in tiha družba ali
- kot kapitalske družbe: družba z omejeno odgovornostjo, delniška družba, komanditna delniška družba in evropska delniška družba.

Zgoraj omenjene družbe se štejejo za gospodarske družbe, tudi če v skladu z zakonom v celoti ali deloma opravljajo dejavnost, ki ni pridobitna. Ustanovitelj družbe je lahko vsaka fizična ali pravna oseba, če zakon ne določa drugače.

Gospodarske družbe smejo kot dejavnost opravljati le posle v okviru dejavnosti, ki je vpisana v register in tudi vse druge posle, potrebne za njen obstoj in opravljanje dejavnosti, ki pa ne pomenijo neposrednega opravljanja dejavnosti.

Javna gospodarska družba

Javna gospodarska družba je družba, katere vrednostni papirji (delnice in obveznice) so uvrščeni na organizirani trg v Republiki Sloveniji (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2005, str. 3).

2.2 OPREDELITEV POJMA KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE

Korporacijsko upravljanje je danes zelo aktualna tema. Njegova aktualnost se kaže predvsem v težnji po »zdravi« ekonomiji in družbi nasploh. Kljub temu da različni avtorji definirajo pojem korporacijskega upravljanja na različne načine, mu vsi pripisujejo izredno pomembnost.

Začetki pojma »corporate governance« segajo v leto 1932, ko je v ZDA nastalo pionirsko delo avtorjev Bearla in Meansa z naslovom Moderna korporacija in privatna lastnina. V tem delu sta avtorja nedvoumno ugotovila, da lastniki velikih podjetij le-teh ne vodijo sami, ampak to prepustijo zunanjim strokovnjakom, managerjem. Pri tem sta opozorila, da prihaja do ločitve med lastnino in poslovođenjem teh družb (tudi: ločitev lastništva od upravljanja, angl. separation of ownership and control) (Bohinc, Bratina, 2005, str. 46). Posledica navedene ugotovitve je vprašanje, kako lahko lastnik (principal) doseže, da bo njegovo podjetje, ki ga vodijo managerji (agent), res (poslo)vodeno v njegovem interesu in v njegovo korist. Tako imenovani problem principal-agent je tudi središčna točka problematike korporacijskega upravljanja (Bohinc, Bratina, 2005, str. 46)¹.

Ločitev lastnine in upravljanja in problem agenta podrobneje analiziram v nadaljevanju. Na tem mestu pa namenjam več pozornosti različnim definicijam in posameznim funkcijam korporacijskega upravljanja.

Področje korporacijskega upravljanja črpa iz prava, ekonomije, etike, politike, managementa, financ, itd. Razumevanje bistvenih problemov korporacijskega upravljanja zahteva poznavanje konceptov, predpostavk in besednjaka posameznih področij, vključno z željo po njihovi sintezi (Deakin, Hughes, 1997, str. 8).

Glede na to, da korporacijsko upravljanje pokriva veliko število različnih področij, obstaja tudi veliko različnih definicij samega koncepta, ki se razlikujejo predvsem glede na perspektivo s katere gledamo nanj. V nadaljevanju tako predstavljam nekaj definicij korporacijskega upravljanja omenjenih v Enciklopediji o korporacijskem upravljanju (The Encyclopedia about Corporate Governance, 2006) in odražajo poglede posameznih avtorjev:

Mathiesen (2002) pravi, da je korporacijsko upravljanje področje v ekonomiji, ki se ukvarja s tem, kako zavarovati oziroma motivirati učinkovit management korporacij z uporabo spodbudnih mehanizmov, kot so pogodbe, organizacijska sestava in zakonodaja. Nanaša se predvsem na izboljšanje finančne predstave družbe; na primer, kako se lahko lastniki korporacij zavarujejo oziroma motivirajo managerje, da bodo dosegli pričakovani rezultat.

Schleifer in Vishny (1997) pravita, da se korporacijsko upravljanje ukvarja predvsem z načini, kako investitorjem zagotoviti donos na vložena finančna sredstva.

Definicija OECD-ja (1999) pravi, da je korporacijsko upravljanje sistem, ki uravnava in kontrolira korporacije. Struktura korporacijskega upravljanja določa distribucijo pravic in obveznosti med različnimi udeleženci v korporaciji, kot so uprava, managerji in delničarji, kakor tudi opredeljuje navodila in postopke odločanja o korporacijskih zadevah. S tem

¹ Objavljeno v: Doralt: Shareholder Value and Stakeholder Value, ÖBA 8/2000, str. 640.

zagotavlja strukturo, ki določa cilje in sredstva dosegov teh ciljev ter kontroliranje končnega rezultata.

Nekdanji predsednik Svetovne banke J. Wolfensohn (1999) pravi, da je bistvo korporacijskega upravljanja podpiranje poštenosti, preglednosti in odgovornosti korporacij.

Medtem ko se Maw in drugi (1994) ne strinjajo z ozko predstavo, ki jo imajo nekateri o korporacijskem upravljanju, ki ga vidijo le kot besedo, ki označuje odgovornost managerjev in kontrolorjev do delničarjev, temveč definirajo korporacijsko upravljanje kot subjekt, kot cilj ali kot način vladanja, ki naj se jim sledi za dobro delničarjev, zaposlenih, strank, bank in vsekakor tudi za ugled in položaj naroda in njegove ekonomije.

Korporacijsko upravljanje je pomemben element, ki vpliva na obnašanje in uspešnost poslovanja gospodarskih družb, ima pa tudi pomembno vlogo na razvijanje in delovanje kapitalskih trgov ter alokacijo resursov. Temeljni problem, ki se v gospodarskih družbah pogosto pojavlja je, kje potegniti mejo med svobodo, ki naj je prepuščena managerjem, da bi povečali uspešnost gospodarske družbe in da bi hkrati bili tudi zaščiteni interesi lastnikov. Kadar je managerjem dano veliko svobode, se lahko namreč zgodi, da le-ti delujejo v lastno korist in zanemarijo interese lastnikov. Seveda pa ima svoboda, ki je managerjem na voljo, po drugi strani tudi ugoden vpliv, saj s tem lastniki dajejo managerjem možnost, da razvijejo in uporabijo vsa svoja znanja.

Mnogokrat managerji družb razpolagajo z več informacijami kot lastniki družb in tako na osnovi asimetrije informacij s pridom izkoriščajo prevladujoči položaj. Naloga korporacijskega upravljanja v tem primeru je, da na osnovi ugotovitev o tem, katere so želje delničarjev, lastnikov in drugih subjektov v družbi, razreši morebitna nasprotja do katerih med njimi prihaja, in sicer z vzpostavljenimi mehanizmi, ki bi naj vodili do čim večjih uskladitev med posameznimi subjekti, kar pa bi nadalje vodilo v boljše poslovanje gospodarske družbe, poslovno odličnost in gospodarsko rast.

Korporacijsko upravljanje ima najmanj dve funkciji (Macey, 1998, str. 18, 21):

- Zagotavljanje načel in pravil, ki zapolnjujejo vrzeli nepopolnih podjetniških pogodb. Zakonska določila in pravila upravljanja zmanjšujejo pogodbene stroške in zagotavljajo okvir za sklepanje podjetniških pogodb.
- Zagotavljanje mehanizmov za nadzorovanje stroškov agentov. Mehanizmov, ki preprečujejo in ovirajo managerje pri uveljavljanju interesov in ciljev, ki niso v skladu s tistimi, ki maksimizirajo učinkovitost in tržno vrednost podjetja. Katerikoli sistem korporacijskega upravljanja bi moral zagotoviti notranje ali zunanje mehanizme, ki bi nadomestili neučinkovit management.

Zahodnoevropske države so razvile različne mehanizme, ki zagotavljajo investitorjem (delničarjem in kreditodajalcem) moč in orodja za izvajanje kontrole nad managerji. Primer takšnih mehanizmov so koncentracija lastništva in glasovalnih pravic, nadzorni odbori, financiranje z dolgom na osnovi dolgoročnih vez z bankami, aktivna udeležba institucionalnih investitorjev, prevzemi, managerski odkupi, nagrajevanje managerjev glede na poslovne rezultate in zlasti pravni predpisi, ki zagotavljajo manjšinskim investitorjem zaščito in preprečujejo, da bi managerji delovali v lastnem interesu (Gregorič, 2003, str. 9).

Becht in drugi (2002, str. 12) ločijo pet glavnih mehanizmov, ki disciplinirajo managerje:

- delno koncentrirano lastništvo in kontrola v rokah enega ali nekaj velikih investitorjev,
- sovražni prevzemi in glasovanje na podlagi zbiranja pooblastil za glasovanje, ki omogočajo koncentracijo lastništva in/ali glasovalne moči, kadar potrebno,
- pooblašcanje in koncentracija nadzora uprave,
- poenotenje interesov managerjev in investitorjev s pomočjo plačilnih pogodb,
- jasno definirane obveznosti in odgovornosti izvršnih vodij skupaj z možnostjo delničarskih pritožb na korporacijske odločitve, ki so v nasprotju z interesi investitorjev, ali si prizadevajo za plačilo za pretekla dejanja, ki so škodila interesom investitorjev.

Sicer pa se uporaba mehanizmov razlikuje od države do države. V ZDA in Veliki Britaniji je glavni mehanizem discipliniranja managerjev trg kapitala, medtem ko so banke in institucionalni investitorji pomembnejši v kontinentalni Evropi in na Japonskem. V Nemčiji, Avstriji, na Danskem, Švedskem, v Luksemburgu in na Nizozemskem pa imajo pomembno funkcijo nadzorni sveti, ki bi naj predstavljali interes vseh deležnikov družbe (Gregorič, 2003, str. 9-10).

2.2.1 PROBLEM AGENTA

Osrednji problem korporacijskega upravljanja je, kot že omenjeno, problem agenta, do katerega pride, ker imajo ponavadi managerji drugačne interese kot lastniki gospodarskih družb.

Teorija agenta pravi, da lahko udeležence v podjetju razdelimo v dve interesni skupini; prvo predstavljajo agenti (managerji), drugo pa principalni (lastniki). Razmerje med obema skupina imenujemo agencijsko razmerje, ki ga lahko predstavimo kot pogodbo, pri kateri principal pooblasti agenta, da ta nekaj napravi v njegovem imenu, pri čemer mora agentu prepustiti nekatere pravice odločanja. Kar pripelje do problema agenta, je verjetnost, da tako principal

kot agent maksimirata svojo koristnost, zato je zelo verjetno, da agent ne bo zmeraj deloval v interesu principala. (Detiček, 2005, str. 4)

Kot pravi Eisenhardt (Shane, 1998, str. 697) teorija agenta razloži, kako najbolje organizirati razmerje, v katerem ena skupina (principal) opredeli delo, druga skupina (agent) pa ga izvede. Teorija prikazuje, kako v okoliščinah nepopolnih informacij in negotovosti, ki so v poslovnem svetu zelo pogoste, lahko nastaneta dva problema agenta:

- negativna selekcija (angl. adverse selection) in
- moralni hazard (angl. moral hazard).

Negativna selekcija je situacija, v kateri principalu niso znani stroški, ki naj bi jih imel agent z določenimi aktivnostmi, motivacija agenta pa je, da izbere zase najučinkovitejšo možnost, ki pa je za principala navadno najbolj tvegana. Moralni hazard pa je situacija, ko agent dela stvari, za katere principal ne ve, in jih ne more kontrolirati in ki tudi niso v njegovem interesu (Zajc, 2004, str. 43)². Jensen in Meckling (Shane, 1998, str. 697) ugotavljata, da oba problema, tako negativna selekcija kot moralni hazard, pomenita, da fiksno nagrajevanje (angl. fixed wage contract) ni zmeraj najboljši način, kako urediti razmerje med principalom in agentom. Kot pravi Eisenhardt, lahko fiksni prejemek ustvari spodbudo, da se agent izmika delu, saj bo njegovo plačilo tako ali tako enako, ne glede na kvaliteto dela in napor, ki ga bo vložil. V takšnem primeru je tako bolj učinkovito, da se fiksno nagrajevanje nadomesti z rezidualno pravico do dobičkov podjetja. Lastniška pravica prav tako odpravlja oba problema, saj je na ta način prejemek obeh, principala in predvsem agenta, odvisen od dela oziroma učinka.

Bistvo problema agenta je ločitev managementa in financiranja oziroma z drugimi besedami upravljanja in kontrole. Skrb managerja je namreč, da pametno upravlja z denarjem investitorjev. Medtem ko investitor potrebuje managerja, da upravlja z denarjem, manager potrebuje investitorja za pridobitev finančnih sredstev. Toda kako so lahko investitorji prepričani, da ob koncu od managerja ne dobijo le ničvrednega kosa papirja? Problem agenta v tem primeru se nanaša na težave, ki jih ima investitor z zagotovitvijo, da njegov vložen kapital ne bo trošen in izgubljen na nezanimivih projektih (Schleifer, Vishny, 1997, str. 740).

Ponavadi investitor in manager podpišeta pogodbo, ki določa, kako naj manager investira kapital in na kakšen način se dobiček razdeli med obe strani. V idealnem primeru bosta podpisala pogodbo, ki natančno določa, kaj mora manager narediti v različnih situacijah in kako bo razporejen dobiček. Težava nastane, ker je večino izdatkov težko opisati in so nepredvidljivi, in kot rezultat je torej večina pogodb nepopolnih. Zaradi teh problemov pri nastajanju pogodbe morata manager in investitor določiti rezidualne kontrolne pravice. To so pravice odločiti se v situaciji, ki ni popolnoma predvidljiva in določena v pogodbi. Teorija

² Objavljeno v: Laffont, Martimort: The Theory of Incentives: The Principal-Agent Model. Princeton and New York : Princeton University Press, 2002.

lastništva se ukvarja z vprašanjem, kako so te rezidualne kontrolne pravice učinkovito določene (Schleifer, Vishny, 1997, str. 741).

V principu bi si lahko predstavljali, da investitor da managerjem kapital pri tem pa sam obdrži vse rezidualne kontrolne pravice in vsakokrat, ko se kaj zgodi, se investitor odloči, kaj bo naredil. Vendar ta sistem ne deluje zaradi preprostega razloga. Namreč investitorji sami največkrat nimajo dovolj znanja in informacij, da se lahko odločijo, kaj narediti, kar pa je posledično tudi glavni razlog za najem managerja. Posledično ima torej manager precejšnje rezidualne kontrolne pravice in je upravičen, da razporeja s kapitalom, kot želi. Mogoče je, da obstajajo določene omejitve glede upravičenosti razporejanja s sredstvi. Korporacijsko upravljanje se dejansko ukvarja s temi omejitvami, vendar je dejstvo, da so managerji tisti, ki imajo večino rezidualnih kontrolnih pravic. V praksi je situacija mnogo bolj komplicirana. Kadar financiranje na primer izvaja več investitorjev so to največkrat tako imenovani mali investitorji, ki so tudi slabo informirani in tako ne izvršijo niti kontrolnih pravic, ki jih dejansko imajo. Free-rider problem, s katerim se srečujejo individualni investitorji, tako nastopi, ker razpršeni in šibki mali delničarji nimajo interesa za aktiven nadzor nad managementom. Stroške nadzora namreč nosi le tisti, ki nadzira, koristi od tega pa imajo vsi investitorji (Schleifer, Vishny, 1997, str. 741).

2.2.2 LOČITEV LASTNIŠTVA OD UPRAVLJANJA

O ločitvi lastništva in upravljanja govorimo, kadar lastniki gospodarske družbe ne vodijo sami, ampak jo prepustijo v upravljanje managerjem.

Ta odnos je eden izmed vzrokov nastanka stroškov vodenja in obvladovanja družb, ki se imenujejo zastopniški stroški (angl. agency costs).

Bistveni vzrok zastopniških stroškov je v tem, da imajo največkrat upravljavci in lastniki različne cilje, kar je dejansko problem agenta. Kadar upravljavci uresničujejo lastne cilje, povzročajo stroške lastnikom, nastanejo pa tudi stroški, kadar lastniki obvladujejo in nadzirajo upravljavce, da bi zmanjšali zastopniške stroške. Ob tem pa nastajajo tudi stroški oblikovanja pogodbenega odnosa med upravljavci in lastniki (Zajc, 2004, str. 38).

Stroški ločitve lastništva od upravljanja izvirajo predvsem iz tistih dejanj agentov, torej uprave in/ali nadzornega sveta, ki ne maksimirajo blagostanja svojih predstavitev (Zajc, 2004, str. 45):

- pretirano izkoriščanje privilegijev uprave, npr. nakup dragih službenih avtomobilov, razkošne pisarne in podobno;

- priljubljeni projekti uprave, ki se jim uprava še posebej posveča in jih spodbuja, zanje pa ni mogoče najti ekonomskih razlogov z vidika maksimiziranja vrednosti družbe;
- razpršitev preseženega denarnega toka. Ta presežek bi moral biti izplačan lastnikom v obliki dividend, sicer se zmanjšuje vrednost družbe in se koristi lastnikov ne maksimizirajo. Managerji se izplačilu dividend večasih izogibajo, saj se tako zmanjšuje premoženje družbe in s tem tudi moč uprave in/ali nadzornega sveta;
- odpor proti statusnim spremembam, saj uprava in/ali nadzorni svet pri statusnih spremembah največkrat izgubita svojo pozicijo;
- prekomerna rast izhaja iz dejstva, da ima uprava interes po rasti družbe preko obsega, ki zagotavlja maksimiranje koristi lastnikov, saj lahko člani uprave in/ali nadzornega sveta dobijo večjo osebno korist iz večje družbe kot iz majhne (na primer člani uprave in/ali nadzornega sveta v večjih družbah so v povprečju bolje plačani kot tisti v manjših družbah).

Poleg omenjenih slabosti, pa ločitev lastnine in upravljanja prinaša tudi koristi, predvsem v velikih organizacijah, kjer se od vodilnih pričakuje, da so specializirani za določeno področje in imajo specifična znanja. Na ta način imajo vodilni namreč potrebna znanja za sprejemanje odločitev, ki se izvajajo hierarhično.

Da bi bilo delovanje družbe učinkovito, Bearle in Means (1932) pravita, naj delničarji ostanejo samo lastniki, medtem ko naj vsakodnevno upravljanje prepustijo drugim subjektom, ki v družbi nimajo lastniškega deleža. V tem primeru je ravno ločitev med lastništvom in upravljanjem tisti element, ki vpliva na večjo učinkovitost družbe (Zajc, 2004, str. 44).

2.2.3 SISTEMI KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA

2.2.3.1 ZUNANJI IN NOTRANJI SISTEM

Najpogostejše je razlikovanje med zunanjim (angl. outsider) in notranjim (angl. insider) sistemom upravljanja. Zunanji sistem upravljanja je značilen predvsem za ZDA in Veliko Britanijo, kjer je prisotno razpršeno lastništvo, medtem ko je notranji sistem upravljanja značilen za celinsko Evropo, kjer je prisotno koncentrirano lastništvo in veliki delničarji.

V zunanjem sistemu upravljanja igra odločilno vlogo »discipliniranja« agentov (managerjev) trg kapitala, v zaprtem sistemu pa to vlogo izvajajo veliki, kontrolni delničarji (Gregorič, 2003, str. i). Eden izmed najpomembnejših dejavnikov, ki določajo pomen posameznega mehanizma reševanja problema agenta in, v okviru širšega ekonomskega in pravnega okolja,

problem upravljanja v podjetjih, je pravzaprav lastniška struktura oziroma razporeditev glasovalne moči med delničarji podjetja (Gregorič, 2003, str. i)³.

Za zunanji sistem upravljanja je značilno, da je dan močan poudarek zaščiti pravic delničarjev, predvsem manjšinskih. Sistemi, ki ščitijo manjšinske delničarje, destimulirajo aktivno upravljanje podjetij, saj skorajda ni koncentracije lastništva. Zaradi dejstva, da je močna zaščita manjšinskih lastnikov povezana tudi z aktivnim delniškim trgom, modeli upravljanja podjetij v ZDA in Veliki Britaniji pospešujejo aktivnosti na trgu kapitala. Poleg močne pravne zaščite obstajajo stroge zahteve o javnem razkritju finančnih podatkov podjetij (Maher, Andersson, 1999, str. 17-18).

Poleg te delitve poznamo še eno delitev sistemov upravljanja družb, in sicer na enotirni sistem in dvotirni sistem.

2.2.3.2 ENOTIRNI IN DVOTIRNI SISTEM

Enotirni sistem upravljanja pomeni, da enemu organu po zakonu pripada kompletna funkcija poslovanja, vendar ta organ izvršilno funkcijo praviloma prenese na posamezne svoje člane, ki nato oblikujejo izvršni organ (izvršni odbor). Enotirni sistem je značilen za ZDA in Veliko Britanijo.

Kot dvotirni sistem upravljanja lahko označimo nemški sistem. Nemški sistem upravljanja podjetij je vplival tudi na oblikovanje dvotirnih sistemov številnih evropskih držav (npr. Avstrije, Francije in Slovenije). Pri dvotirnem sistemu pride do razmejitve med sprejemanjem in uresničevanjem poslovne politike na eni strani in nadzorom, ki ga opravlja personalno ločen organ (Bohinc, Bratina, 2005, str. 167).

Nemško korporacijsko pravo določa, da mora korporacija imeti dva različna direktorska organa: upravo (nem. Vorstand) in nadzorni svet (nem. Aufsichtsrat). To pomeni, da je nemški sistem upravljanja podjetij dvotirni in strogo ločuje med kontrolo (nadzorom) in upravljanjem. V obeh organih pa sodelujejo zaposleni (Bohinc, Bratina, 2005, str. 170). Naloga uprave je, da vodi in organizira podjetje, za kar ji korporacijska zakonodaja zagotavlja samostojen in neodvisen položaj. Nadzorni svet je zadolžen za nadzor in razreševanje nasprotujočih si interesov med upravo in delničarji. Obstoje nadzornega sveta zagotavlja neodvisnost uprave od delničarjev, ki pri uresničevanju poslovne politike družbenega podjetja nimajo neposrednega vpliva na člane uprave.

³ Objavljeno v: Berglöf, Pajuste: Corporate Governance in Central and Eastern Europe, 2002.

2.3 POMEN DOBREGA KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA

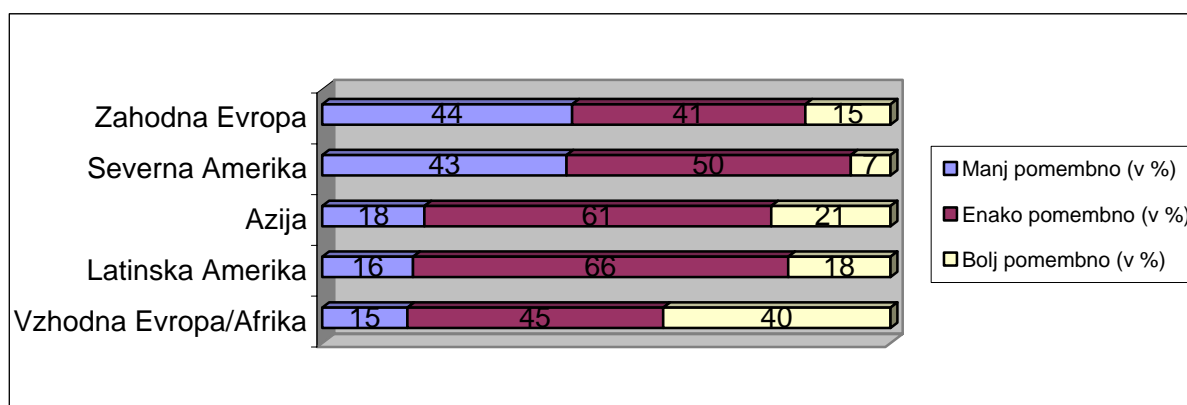
Svetovni škandali tipa Enron, Worldcom, Parmalat in Arthur Andersen so dokazali, da zgolj strog in natančen zakonodajni okvir ne zagotavlja uspešnega in korektnega vodenja družb, zato pa je potrebno poskrbeti še za dobro korporacijsko upravljanje. Zaradi teh škandalov in posledično nižjemu zaupanju investorjev ter zato bolj previdnemu vlaganju so korporacijsko upravljanje, njegova politika in postopki pod velikim drobnogledom investorjev.

Korporacijsko upravljanje, predvsem takšno, ki je pregledno, pridobiva na pomenu in je vedno bolj cenjeno. Predvsem v tujini, kjer je pojem korporacijskega upravljanja prisoten že dlje časa, se dobro korporacijsko upravljanje med investitorji smatra celo kot bolj pomembno v primerjavi s »tradicionalno pomembnimi kazalniki«.

Raziskava Global Investor Opinion Survey, ki jo je leta 2002 izvedla družba McKinsey & Company in v katero je bil vključen 201 investitor iz 31 držav iz Azije, Evrope, Latinske Amerike, Afrike in Severne Amerike, nakazuje na izredno pomembnost korporacijskega upravljanja v očeh investitorjev.

V okviru raziskave je bilo investitorjem zastavljeno vprašanje, kako pomembno se jim pri odločanju o investiranju v neko gospodarsko družbo zdi korporacijsko upravljanje te družbe v primerjavi z dobičkom in potencialom rasti te družbe.

Slika 1: Pomembnost korporacijskega upravljanja gospodarske družbe v primerjavi z dobičkom in potencialom rasti te družbe (v %)



Vir: Global Investor Opinion Survey, 2002, str. 3.

Rezultati kažejo, da večina investitorjev, pri odločanju o investiranju v neko gospodarsko družbo, korporacijskemu upravljanju pripisuje enako ali celo večjo pomembnost kot dobičku in potencialu rasti družbe.

Preko 70% anketiranih investitorjev za posamezno geografsko območje pravi, da so pripravljeni plačati premijo za družbe z dobrim upravljanjem. Višina premije, ki so jo pripravljeni investitorji plačati za posamezno družbo, se med državami razlikuje, pri čemer so, pričakovano, najvišje premije pripravljene plačati za družbe v Vzhodni Evropi in Afriki, kjer je prisotna slaba pravna zaščita delničarjev in upnikov.

Na vprašanje, katere se jim zdijo prioritete reforme družb (možno je bilo izbrati več odgovorov), 52% investitorjev največ pomembnosti pripisuje bolj obsežnemu razkritju podatkov in informacij, 44% neodvisnosti uprave, medtem ko jih 28% zagovarja plačevanje managerjev po učinku.

Doidge, Karolyi in Stulz (2004, str. 35) v svoji raziskavi ugotavljajo, da je pripisovanje pomena dobremu korporacijskemu upravljanju v družbi odvisno predvsem od stroškov in koristi, ki jih dobro korporacijsko upravljanje prinese družbi. V državah s šibkim gospodarskim razvojem je skrb za dobro korporacijsko upravljanje in s tem za bolj »varno« investiranje zelo draga in tako za te stvari največkrat zmanjka denarja. Sicer pa finančna globalizacija tudi v teh državah že spodbuja k boljšemu upravljanju.

V raziskavi avtorji (Doidge, Karolyi, Stulz, 2004, str. 1) pridejo do zaključka, da se ob dani zaščiti investitorjev s strani države, interes družb po sprejetju boljših mehanizmov upravljanja poveča s finančnim in gospodarskim razvojem države. Ko je gospodarski in finančni razvoj šibek, je interes po izboljšanju upravljanja podjetij majhen, saj je privzetje boljših mehanizmov upravljanja drago.

Predvsem družbe iz držav v razvoju bi se morale zelo zavedati pomena dobrega korporacijskega upravljanja na nadaljnji razvoj, saj je za razvoj teh držav pritek kapitala iz tujine ključen. Z dobro prakso korporacijskega upravljanja se tujim vlagateljem tako zagotavlja večja varnost njihovih naložb. O povezavi med korporacijskim upravljanjem in tujimi investicijami se v svoji raziskavi ukvarjajo Leuz, Lins in Warnock (2006). Kot pravijo, problem nastane, ker upravljanje družb v slabše razvitih državah ni tako pregledno, kot bi si želeli, kar posledično povečuje izpostavljenost tujih investitorjev poslovnim tveganjem. V raziskavi avtorji ugotavljajo, da je tujih investicij tako mnogo manj v družbah, kjer je upravljanje slabo (Leuz, Lins, Warnock, 2006, str 1).

»Vsak, ki danes deluje na finančnih trgih, mora skrbeti za spoštovanje visokih standardov, ki vodijo v zaupanje. Kapital se bo hitro izognil nestabilnim in nepredvidljivim okoljem – bodisi da so le-ta posledica slabega korporacijskega upravljanja, neučinkovitih računovodskih standardov, pomanjkanja preglednosti bodisi šibkega režima. Investitorji želijo videti, da gospodarske družbe sledijo zakonom in predpisom ter tako stremijo po preglednosti poslovanja in so vredne zaupanja.« William Donaldson, 2005 (Leuz, Lins, Warnock, 2006, str. 2).

Zaradi znanih ameriških škandalov leta 2000 je ameriški predsednik Bush 30. julija 2002 kot ukrep na omenjene korporacijske škandale podpisal zakon Sarbanes-Oxley Act 2002, ki je dramatično posegel predvsem na področje javnih delniških družb in njihovih revizijskih hiš ter nasploh v ureditev korporacijskega upravljanja in trga vrednostnih papirjev v ZDA. Po sprejetju Sarbanes-Oxley Act-a poslovanje mnogih družb z vso resnostjo postaja bolj pregledno. Veliko družb celo vidi korporacijsko upravljanje kot način kako izstopiti iz povprečja in namenjajo tej temi celotne sklope na svojih spletnih straneh.

Jane McCahon, Conway Communications in nekdanja predsednica National Investor Relations Institute (2002) je izjavila: »Zelo pomembno je vedeti, kdo so člani nadzornih svetov in uprav ter kakšna je njihova plačilna politika. Potrebno bi bilo narediti dodatni korak k zagotovitvi, da imajo investitorji enostaven dostop do vseh teh informacij. Družbe, ki tudi samoiniciativno objavljajo vse te in druge informacije, bodo dolgoročno nagrajene. Tiste, ki pa ne, ali še huje, ki želijo prikriti informacije o korporacijskem upravljanju, pa bodo kaznovane.« (Radner, 2002, str. 2).

Ključno je, da so informacije družb javno dostopne, pri čemer morajo družbe posebno pozornost namenjati čim bolj jasnim in kratkim sporočilom, ki naj bodo kar najbolj pregledna in uporabna. Poleg zahtevanih informacij predpisanih z zakonom pa bi posamezna področja o korporacijskem upravljanju (spletne strani in letna poročila) lahko vključevala tudi tiste informacije, ki niso predpisane in bi si jih investitorji enostavno želeli vedeti. Študija, ki jo je opravilo podjetje Standard&Poor (2002) omenja, da lahko družbe, ki prostovoljno objavljajo več kot je potrebno, stremijo k višji ceni vrednostnih papirjev in da je to dodatno objavljanje dolgoročno zelo dobra praksa (Radner, 2002, str. 2).

3 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE V SLOVENIJI Z VIDIKA PREGLEDNOSTI POSLOVANJA JAVNIH GOSPODARSKIH DRUŽB

3.1 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE V SLOVENIJI

Različne lastniške strukture delničarjev v ZDA in Veliki Britaniji, kjer je značilno razpršeno lastništvo, in celinski Evropi, kjer je značilno prevladujoče lastništvo enega ali več delničarjev, se posledično odražajo tudi v razlikah v pravnih rešitvah v zakonodaji in kodeksih s področja korporacijskega upravljanja.

Slovensko korporacijsko upravljanje se razlikuje tako od ameriškega kot od evropskega sistema korporacijskega upravljanja. Večina slovenskih podjetij namreč nima enega večinskega lastnika, temveč več velikih lastnikov. Delno je to vsekakor posledica

slovenskega modela lastninskega preoblikovanja, na osnovi katerega so slovenska podjetja dobila več enako velikih lastnikov z razmeroma usklajeno močjo, a posamično brez odločilne moči vplivanja na upravljanje podjetja. Med največjimi zunanjimi delničarji slovenskih podjetij na borzi najdemo danes, poleg domačih in tujih nefinančnih podjetij, še pooblašcene investicijske družbe (oziroma iz njih nastale delniške družbe oziroma finančne holdinge) in paradržavne sklade, ki oboji izhajajo iz slovenskega lastninskega preoblikovanja (Gregorič, 2003, str. i).

V Sloveniji področje upravljanja korporacij urejajo predvsem Zakon o gospodarskih družbah, Zakon o prevzemih in Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju. Podrobnejša določila pa so zajeta v splošnih aktih posameznih družb (npr. statutih, poslovnikih, pravilnikih).

Poleg ZGD in splošnih aktov v svetu na področju korporacijskega upravljanja vse bolj pridobivajo na pomenu t.i. avtonomni viri. Gre za neobvezen pravni vir, saj njegova neuporaba ne povzroči pravnih sankcij, temveč gre zgolj za priporočila dobre prakse. V Sloveniji je najpomembnejši avtonomni vir Kodeks upravljanja javnih delniških družb (v nadaljevanju: Kodeks), ki ga je Slovenija dobila kot ena zadnjih evropskih držav (več o Kodeksu v nadaljevanju).

Seveda se ob tem zastavlja vprašanje, kako takšen sistem dejansko deluje? Delovanje sistema lahko ilustriramo z naslednjim primerom (Bratina, 2003, str. 25): ZGD (1993) na primer določa skrbnost in odgovornost članov uprave in članov nadzornega sveta. Pri tem ZGD uporabi navajanje standarda »skrbnost vestnega in poštenega gospodarstvenika«. Kaj navedeni standard pomeni v konkretnem primeru, zakon seveda ne more dovolj natančno vnaprej določiti. Vsebinsko temu standardu morajo dati tisti, ki se s tem področjem poklicno ukvarjajo, torej managerji, ki s svojim pravilnim profesionalnim ravnanjem ustvarjajo standard poštenega in vestnega gospodarstvenika. V kodeks upravljanja pa se zapiše in določi, kakšno ravnanje (tudi etično) se pričakuje tako od članov uprave kot tudi od članov nadzornega sveta ter revizorjev (notranjih in zunanjih).

Slovenski Kodeks so oblikovali Ljubljanska borza d.d., Združenje članov nadzornih svetov in Združenje Manager, ki so tudi podpisniki Kodeksa ter zadolženi, da redno preverjajo učinkovitost in primernost Kodeksa glede na pravno in dejansko okolje gospodarskih družb ter ga po potrebi dopolnjujejo in spreminjajo. Kodeks je bil sprejet 18.03.2004 in nato spremenjen ter dopolnjen 14.12.2005.

Do sedaj so Kodeks podpisale še naslednje institucije oziroma združenja: Slovenski inštitut za revizijo, Združenje članov borze vrednostnih papirjev – GIZ, Združenje delodajalcev Slovenije in VZMD – Vseslovensko združenje malih delničarjev. Poleg njih pa Kodeks podpirajo tudi Agencija za trg vrednostnih papirjev, Banka Slovenije, Agencija za zavarovalni nadzor in Gospodarska zbornica Slovenije. S tem so izkazale podporo vsebini

Kodeksa in se zavezale, da si bodo prizadevale za uveljavitev priporočil Kodeksa in njegovo promocijo.

Oblikovalci Kodeksa so pri sestavi upoštevali obstoječo slovensko zakonodajo, etična načela poslovne kulture, svoje notranje akte, hkrati pa se zgledovali tudi po mednarodno priznanih standardih za kakovostno in odgovorno upravljanje korporacij.

Poleg priporočil, ki niso pravno obvezujoča, vsebuje Kodeks tudi določila, ki so jih javne delniške družbe dolžne spoštovati in od njih ne smejo odstopati. Odstopanja od določb omenjenih v Kodeksu, mora družba enkrat letno objaviti v Izjavi o upravljanju in vodenju družbe. Kodeks se ravna po načelu – ravnaj ali pojasni (angl. comply or explain) (Bohinc, Bratina, 2005, str. 38). Na ta način so investitorji natančno seznanjeni, katera določila so upoštevana in od katerih družba odstopa ter zakaj.

Kodeks tako določa standarde upravljanja in vodenja javnih delniških družb, katerih delnice so uvrščene na organizirani trg. Da se bi v Sloveniji oblikoval pregleden in razumljiv sistem upravljanja, pa naj bi smernicam sledile tudi druge javne in nejavne družbe. Na ta način je Slovenija na dobri poti h graditvi zaupanja med podjetji na eni strani ter domačimi in tujimi vlagatelji, zaposlenimi in širšo javnostjo na drugi strani.

Poleg Kodeksa obstajajo še druga priporočila in kriteriji, ki usmerjajo področje korporacijskega upravljanja v Sloveniji. Združenje članov nadzornih svetov je tako sprejelo še svoja »Priporočila za imenovanje, odpoklic in ureditev prejemkov članov uprav« in »Kriterije za članstvo, delo in plačilo nadzornih svetov« ter na podlagi tega še »Priporočila za plačila članov nadzornih svetov«. Združenje Manager pa je poleg Kodeksa sprejelo še svoje »Kriterije za individualne pogodbe vodilnih managerjev« v gospodarskih družbah.

3.1.1 KODEKS UPRAVLJANJA JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB

Gospodarski subjekti, kot pomemben del vsake družbe in države, so deležni natančne pravne ureditve. Poleg formalnih pravnih virov, ki urejajo postopek ustanovitve in pravice ter obveznosti gospodarskih subjektov, je urejanje notranjih razmerij v gospodarskih družbah v glavnem prepuščeno družbenikom samim, ki ta razmerja urejajo s statutom, z družbenimi pogodbami oziroma drugimi splošnimi akti družbe.

Dinamičen razvoj gospodarskega prava in potrebe po učinkovitem in globalnem poslovanju preHITEVAJO zakonsko reguliranje tega pravnega področja. Zaradi tega je lahko neustrezna zakonska regulacija velika ovira pri doseganju konkurenčne sposobnosti posameznih gospodarstev, saj je sprememba zakona in sam zakonodajni postopek dolgotrajni proces, ki

torej na razvoj reagira s časovnim zamikom, medtem ko so avtonomna pravila (kodeksi) s tega stališča veliko bolj fleksibilna.

Slovenski Kodeks opredeljuje pojem transparentnosti (preglednosti) kot »tisto stopnjo razkritja informacij o izdajatelju vrednostnih papirjev, ki omogoča prejemnikom teh informacij (vlagateljem) pravilno oceno finančnega položaja, poslovanja, tveganj ter upravljanje družbe izdajatelja, na podlagi katere lahko sprejmejo kakovostno investicijsko odločitev. Je eden najpomembnejših gradnikov sistema upravljanja družb, njeni bistveni elementi pa so: kakovost razkritja, pogostnost posredovanja informacij, dostopnost. Razkritje je kakovostno le, če ima objavljena informacija naslednje značilnosti: celovitost oziroma popolnost, zanesljivost, pomembnost, pravočasnost, primerljivost«. Medtem ko pojem razkritje javnosti Kodeks opredeljuje kot »zagotovitev ustrezne objave podatkov oziroma informacij, storjeno bodisi ustno na skupščini delničarjev bodisi v gradivu za delničarje, v letnem poročilu družbe, na njenih spletnih straneh, prek objave v časniku ali na elektronski način oziroma drug predpisan način skladno z zakonodajo« (Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2005, str. 4).

Kodeks v poglavju »Razkritje« obravnava področja: obveščanje in poročanje, načine obveščanja, zaupnost podatkov, strategijo komunikacije družbe in spletne strani družbe. Nekaterih določil so se podjetja dolžna držati – »morati«, medtem ko so druga le priporočila, ki pa niso zakonsko obvezujoča – »naj«.

Glede na določila *mora* družba sproti poročati o svojem finančnem in pravnem položaju ter poslovanju, kakor tudi razkriti vse informacije, ki lahko vplivajo na pravni in finančni položaj družbe. Letno in polletno poročilo morata izkazovati resničen prikaz premoženja in obveznosti družbe, njen finančni položaj ter poslovni izid, kakor tudi bistvena tveganja in negotovosti. Prav tako mora družba redno razkrivati bistvene dejavnike tveganja in mehanizme za obvladovanje tveganj. Obvezno je tudi, da družba obvešča javnost o vseh pomembnih odločitvah, potrebnih zaradi temeljnih sprememb v družbi. Obvestila za javnost mora družba objavljati na določenem mestu in o izbranem mestu ter morebitni menjavi obvestiti javnost. Prav tako pa morajo biti vse informacije objavljene na uradni spletni strani družbe. Člani družbe, ki imajo dostop do notranjih informacij, morajo spoštovati predpise, ki preprečujejo zlorabo le-teh. Družba mora sestaviti ažuriran seznam oseb, ki so jim notranje informacije dostopne, hkrati pa vzpostaviti tudi nadzorovan dostop do teh informacij.

Poleg določil, ki so jih javne delniške družbe torej dolžne spoštovati in od njih ne smejo odstopati, pa kot rečeno, obstajajo tudi določbe, ki »naj« bi jih družbe spoštovale in niso obvezujoče.

Tako *naj* družba vse javne objave sporočil zagotovi v angleškem jeziku. Objavlja naj tudi letne in medletne konsolidirane in nekonsolidirane računovodske izkaze. Letno poročilo pa naj vsebuje tudi izjavo uprave o odgovornosti izdelave računovodskih izkazov s pojasnili.

Prav tako naj družba v izjavi o upravljanju družbe razkrije, ali sledi določbam tega Kodeksa in navede vsa morebitna odstopanja ter razloge zanje. Izjava naj bo del poslovnega poročila in naj vsebuje tudi informacijo o tem, kje je Kodeks javno dostopen v slovenskem in angleškem jeziku.

Priporoča se tudi, naj bo letno poročilo prevedeno v angleški jezik in skupaj s polletnim poročilom brezplačno na voljo tudi na spletnih straneh družbe in na borzoinformacijskem sistemu SEOnet. Priporočilo Kodeksa je tudi, da naj družba izdela koledar pomembnejših objav družbe in, takoj ko je mogoče, javno objavi sklepe nadzornega sveta družbe. Prav tako naj družba vsaj enkrat letno objavi ažuriran prospekt. Spremembe lastniške strukture naj družba razkriva sproti in vsaj enkrat letno javno objavi morebitne navzkrižne povezanosti z drugimi družbami. Sproti naj razkriva tudi pridobitev ali odsvojitve lastnih delnic izdajatelja, v primeru ponudbe za odkup delnic, pa naj obvesti javnost o vseh postopkih povezanih z namero za odkup. Takoj ko je mogoče naj družba javno objavi spremembo deležev vrednostnih papirjev v kapitalu družbe, ki so v lasti člana uprave ali člana nadzornega sveta ali z njim povezane osebe. V primeru predloga sklepa skupščine o spremembi statuta naj družba objavi informacijo o le-tem. Družba naj v primeru predloga o uvrstitvi ali umiku delnic družbe z organiziranega trga in predvidenemu poteku aktivnosti objavi informacijo o tem. Z javno objavo naj družba potrdi ali zanika navedbe objavljene v člankih in tiste, ki so plod raznih govoric.

Družba naj obvešča enakomerno, jasno, razumljivo in nezavajajoče ter objavlja informacije, ki omogočajo vlagatelju v vrednostne papirje presojo položaja in vpliv, ki ga ima poslovni dogodek na ceno vrednostnega papirja. Po potrebi naj družba presodi tudi o predpisu notranjega akta družbe in izdela strategijo komuniciranja družbe. Družba naj poskrbi tudi za čim bolj pregledno izdelane spletne strani družbe, ki naj bodo v slovenskem in angleškem jeziku. Strani naj vsebujejo vse ključne podatke o družbi in poslovanju, prečiščeno besedilo statuta družbe in kontaktne informacije osebe zadolžene za odnose z vlagatelji.

3.2 PREGLEDNOST POSLOVANJA JAVNIH GOSPODARSKIH DRUŽB

Stroga pravila glede preglednosti poslovanja družb, ki so še posebej značilna za ameriško zakonodajo, so potrebna, da ščitijo investitorje pred slabimi odločitvami managerjev. Gre predvsem za tiste odločitve, ki jih managerji lahko sprejmejo v svojo korist zato, ker jih enostavno prikrijejo ali prikrojijo, ko obveščajo lastnike. Pravilno informiranje delničarjev in ustrezno javno objavljanje vseh pomembnih informacij tako pomembno izboljša korporacijsko upravljanje (Fox, 1999, str. 113, 114).

Dejstvo je, da ima preglednost poslovanja v korporacijskem upravljanju čedalje večji pomen. Investitorji in vse ostale osebe, ki so z družbo kakorkoli povezane, želijo imeti dostop do informacij o poslovanju družbe, ki naj bodo predstavljene točno, ažurno in na enostaven način.

Informacije namreč vplivajo tudi na ceno delnic oziroma povečujejo pravilnost vrednotenja družbe s strani trga kapitala. Manj informacij kot je na voljo, večja je verjetnost, da je cena delnice nad ali pod dejansko vrednostjo, kar pa pomeni tudi večjo tveganost naložbe.

Kot omenjeno, področje preglednosti poslovanja javnih gospodarskih družb v Sloveniji urejajo različni zakoni in avtonomni viri. Vsak izmed njih s svojimi določitvami pomembno vpliva na stanje preglednosti poslovanja javnih gospodarskih družb v Sloveniji.

Tako na primer Kodeks povzema zakonsko dolžnost uprave, da javnost sproti obvešča o vseh dogodkih, ki bi lahko vplivali na borzno ceno, pri čemer je v Sloveniji Ljubljanska borza vrednostnih papirjev natančno določila pravila obveščanja o takih dogodkih.

Tudi novela ZGD – F in novi računovodski standardi so pomembno razširili obveznost objavljanja in razkrivanja podatkov, dogodkov in postopkov, pomembnih za družbo in njene družbenike ter investitorje. Borzna pravila to obveznost še dodatno razširjajo, saj natančno določajo vsebino nerevidiranega in revidiranega letnega poročila ter vsebino dodatnih pojasnil in analiz uprave. Tako mora družba posebej dodatno poročati in obveščati borzo o skupščini delničarjev, ki je obravnavala letno poročilo oziroma sklepala o uporabi bilančnega dobička, o poslovnih dogodkih, ki vplivajo na položaj družbe ter odločitve in okoliščine, ki vplivajo na kapitalsko strukturo družbe, predvidene statusne spremembe družbe in nenazadnje druge cenovno občutljive informacije (Bratina, 2003, str. 34).

Poudarja se, da morajo biti vsi delničarji enako in pravočasno obveščeni o dogajanju in poslovanju v družbi. Pri tem pa se priporoča, da družba pri obveščanju in komuniciranju z delničarji in investitorji uporabi sodobne oblike komunikacij, kot npr. spletne strani.

»Če investitorji niso zadovoljni s kvaliteto objav, bodo kapital vložili drugam.«

Arthur Levitt, nekdanji predsednik US SEC
(Yener, 2001, str. 2)

4 RAZISKAVA PREGLEDNOSTI POSLOVANJA JAVNIH GOSPODARSKIH DRUŽB V SLOVENIJI

V preteklih letih je Slovenija po zgledu zahodno evropskih držav naredila nekaj pomembnih korakov na poti k bolj preglednemu poslovanju javnih gospodarskih družb. S pomočjo zakonodaje, evropskih direktiv in drugih virov naj bi tako povečala varnost investitorjev in tako pomembno prispevala k razvoju trga kapitala. Seveda pa se na tem mestu pojavlja vprašanje, ali družbe vsa ta določila jemljejo resno in jih dejansko upoštevajo. Zato sem se odločila, da v praktičnem delu svojega diplomskega dela preverim, kakšna je preglednost poslovanja javnih gospodarskih družb v Sloveniji.

4.1 SLOVENSKI TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV

V Sloveniji imamo en trg vrednostnih papirjev, in sicer Ljubljansko borzo, d.d., ki je organizirani trg vrednostnih papirjev. Organizirani trg je trg vrednostnih papirjev, ki je posredno ali neposredno dostopen javnosti in na katerem poteka redno in urejeno trgovanje, ki ga nadzirajo pristojni organi. Organizirana trga vrednostnih papirjev sta borzni trg in prosti trg.

Borzni trg (v nadaljevanju: borzna kotacija) je tisti, na katerem se trguje z vrednostnimi papirji, za katere je bila uspešno opravljena prva javna prodaja v skladu z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju: ZTVP) oziroma za katere je izdajatelj pridobil dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za organizirano trgovanje in jih je pristojni organ borze – Organ za sprejem – sprejel v borzno kotacijo. Družbe, katerih vrednostni papirji so sprejeti v borzno kotacijo, so zavezane k plačilu pristojbine, ki je odvisna od vrednosti razreda delnic in vrednosti izdaje obveznic.

Prva kotacija je posebni segment znotraj borzne kotacije, v katerega se lahko na zahtevo izdajatelja premestijo njegove delnice, ki izpolnjujejo določene kvantitativne in likvidnostne kriterije in katerih izdajatelj se zaveže k dodatnemu obveščanju (po Mednarodnih standardih računovodskega poročanja in v angleškem jeziku). To novo elitno kotacijo v okviru borzne kotacije je Ljubljanska borza ustanovila 03.10.2005. Namenjena je rednim delniškim družbam, ki izstopajo po svoji likvidnosti, velikosti in transparentnosti. Kot omenjeno, so družbe v prvi kotaciji zavezane izpolnjevati najvišje mednarodno primerljive standarde poročanja, s čimer je zagotovljeno dodatno približevanje slovenskega trga vrednostnih papirjev mednarodnim vlagateljem in s tem povečana prepoznavnost družbe v mednarodnem okolju.

Prosti trg je tisti, na katerem se trguje z vrednostnimi papirji, za katere je bila uspešno opravljena prva javna prodaja v skladu z ZTVP oziroma za katere je izdajatelj pridobil dovoljenje ATVP za organizirano trgovanje in niso bili sprejeti v borzno kotacijo.

4.2 RAZISKAVA PREGLEDNOSTI POSLOVANJA JAVNIH GOSPODARSKIH DRUŽB V SLOVENIJI

Namen raziskave je bil ugotoviti, kakšna je preglednost poslovanja javnih gospodarskih družb v Sloveniji in do kakšne mere družbe svoje podatke dejansko razkrivajo.

Pri svoji raziskavi sem se oprla na raziskavo Erika Berglöfa in Anete Pajuste objavljeno v njunem članku z naslovom »What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe« januarja 2005. V raziskavo sta avtorja vključila 370 družb iz 10 držav centralne in vzhodne Evrope, katerih delnice kotirajo na borzah. Rezultati njune raziskave kažejo na velike razlike med posameznimi državami. Na splošno družbe ne razkrivajo celo najbolj osnovnih določil korporacijskega upravljanja, kljub obstoječim predpisom. Avtorja merita preglednost poslovanja družb najprej s t.i. Web-Disclosure Indexom (Indeksom preglednosti spletnih strani), nato pa še s AR-Disclosure Indexom (Indeksom preglednosti letnih poročil).

V svoji raziskavi, ki jo podrobneje opisujem v nadaljevanju diplomskega dela, sem sama prav tako izračunala oba Indeks in tako ugotovila, kakšna je preglednost poslovanja javnih gospodarskih družb v Sloveniji. Doprinosi moje raziskave so v tem, da sem v vzorec zajela več gospodarskih družb (tudi družbe s prostega trga) in da sem analizirala najnovejše podatke. Rezultati raziskave so tako bolj aktualni, zaradi novejših podatkov pa dobljene informacije tudi bolj uporabne.

Sicer pa Berglöf in Pajuste v svoji raziskavi ugotavljata tudi, da so informacije bolj dostopne, kar pomeni, da je preglednost večja, v večjih družbah in v družbah z bolj koncentriranim lastništvom. Z raziskavo sta avtorja želela odgovoriti še na vprašanje, katere so prednosti in katere slabosti večje preglednosti poslovanja gospodarskih družb. Kot odgovor na to vprašanje, pa sta postavila štiri hipoteze:

1. hipoteza: Družbe, ki so bolj odvisne od zunanjega kapitala razkrivajo več. Namreč večje razkritje je pro-aktivni signal obstoječim in potencialnim investitorjem.
2. hipoteza: Uspešnejše družbe razkrivajo več. Če družba posluje slabše in želi kaj skriti, razkrije manj, da slučajno ne bi vzbudila »preveč vprašanj«.
3. hipoteza: Finančno omejene družbe razkrivajo manj. V času finančnih težav in omejenih sredstev družbe raje zmanjšujejo napor in denar, porabljen za izboljšanje preglednosti poslovanja, in s tem tudi stroške. Preglednost jim namreč predstavlja direktni finančni strošek.
4. hipoteza: Družbe s koncentriranim lastništvom bi naj razkrivale manj.

V okviru diplomskega dela sem izračunala omenjena Indeksa, medtem ko ostaja preveritev zgornjih hipotez v slovenskih družbah predmet mojega nadaljnjega raziskovalnega dela v okviru magistrskega študija.

4.2.1 METODOLOGIJA

V pričujočo raziskavo diplomskega dela so vključene gospodarske družbe, katerih delnice kotirajo na Ljubljanski borzi in so bile objavljene na tečajnici Ljubljanske borze d.d. v dnevnem časopisju Delo, dne 15.06.2006. Zajete so bile družbe, katerih delnice kotirajo na borzni kotaciji – prva kotacija, delnice in na prostem trgu – delnice. Skupno je tako v raziskavo vključenih 115 družb.

V raziskavi sem se najprej osredotočila na spletne strani družb (izračun Indeksa preglednosti spletnih strani). Moj namen je bil proučiti, ali omenjene družbe sploh imajo svojo lastno spletno stran in katere informacije na spletni strani dejansko objavljajo. V nadaljevanju raziskave pa sem nato ugotavljala preglednost poslovanja družb na osnovi objav v njihovih letnih poročilih (Indeks preglednosti letnih poročil).

4.2.1.1 INDEKS PREGLEDNOSTI SPLETNIH STRANI

Prvo merilo, na katerega sem se oprla, je bilo dostopnost informacij na spletni strani družbe. Vsako družbo sem ovrednotila na osnovi sedmih kriterijev, ki sta jih pri svoji raziskavi uporabila tudi Berglöf in Pajuste (2005, str. 17) in ji podelila ustrezno število točk:

1. Spletna stran:

- Če družba nima spletne strani, je prejela 0 točk.
- Če družba ima spletno stran samo v nacionalnem, slovenskem, jeziku, je prejela 0.5 točke.
- V primeru, da je spletna stran na voljo tudi v angleškem jeziku, je družba prejela 1 točko.

2. Letno poročilo (LP) 2005:

- Družba je prejela 0 točk v primeru, če zadnje letno poročilo (letno poročilo iz leta 2005) ni bilo dostopno na spletni strani.
- Če je bilo letno poročilo 2005 dostopno in objavljeno na spletu le v slovenskem jeziku, je družba prejela 0.5 točke.
- V primeru, da je bilo na spletni strani objavljeno tudi letno poročilo v angleškem jeziku, je družba prejela 1 točko.

3. Ločena enota o korporacijskem upravljanju (Enota CG):

- Družba je prejela 1 točko, če ima na spletni strani ločeno enoto namenjeno korporacijskemu upravljanju.
- Če družba nima posebne enote namenjene korporacijskemu upravljanju, je prejela 0 točk.

4. Imena managerjev:

- Če so na spletni strani objavljena imena managerjev, je družba prejela 1 točko.
- V primeru, da imen managerjev ni bilo na spletni strani, je družba prejela 0 točk.

5. Imena članov uprave in nadzornega sveta:

- Družba je prejela 1 točko, če so na spletni strani objavljena imena članov uprave in nadzornega sveta.
- Če družba ni objavila imen članov uprave in nadzornega sveta, je prejela 0 točk.

6. Lastniki:

- Če družba na spletni strani objavlja lastniško strukturo podjetja, je prejela 1 točko.
- V primeru, da družba lastniške strukture ne objavlja na spletu, je prejela 0 točk.

7. Statut:

- Če je statut družbe objavljen na spletni strani, je družba prejela 1 točko.
- Če na spletni strani družbe statut ni na voljo, je družba prejela 0 točk.

Na ta način pridobljene točke sem nato za vsak kriterij posebej seštevala in izračunala povprečje. Na koncu sem vsa dobljena povprečja posameznih kriterijev še medsebojno seštela in tako dobila vrednost Indeksa preglednosti spletnih strani. Vrednost Indeksa se na osnovi omenjenih kriterijev in pripadajočih točk lahko torej giblje med 0 in 7, pri čemer višja vrednost Indeksa pomeni, da družbe na svojih spletnih straneh razkrivajo več informacij in je torej preglednost poslovanja družbe večja.

4.2.1.2 INDEKS PREGLEDNOSTI LETNIH POROČIL

V naslednjem koraku sem se v raziskavi osredotočila na letna poročila gospodarskih družb. V analizo sem vzela letna poročila preteklega poslovnega leta, torej leta 2005. V vzorec za izračun Indeksa preglednosti letnih poročil so bile tako zajete le družbe, ki na svojih spletnih straneh objavljajo Letno poročilo 2005. Posledično se je vzorec temu ustrezno zmanjšal, saj veliko družb še vedno ne objavlja letnih poročil na svojih spletnih straneh. V vzorec je bilo tako zajetih 53 družb. Vsaka družba oziroma njeno letno poročilo pa je bilo ovrednoteno z ustreznim številom točk po naslednjih kriterijih:

1. Notranje lastništvo:

- Družba je prejela 1 točko, če letno poročilo razkriva informacijo, koliko delnic družbe imajo v lasti posamezni člani uprave in nadzornega sveta.
- Družba je prejela 0.5 točke, če je na voljo le informacija, koliko delnic imata v lasti uprava in nadzorni svet, brez imen posameznih članov.
- Družba je prejela 0 točk v primeru, da letno poročilo ne razkriva nobenih informacij o tem, koliko delnic imata v lasti uprava in nadzorni svet oziroma njuni člani.

2. Prejemki:

- Če v letnem poročilu družba objavlja podatek, kolikšni so bili prejemki posameznih članov uprave in nadzornega sveta, je prejela 1 točko.
- V primeru, da je v letnem poročilu le podatek, koliko prejmeta uprava in nadzorni svet skupaj in da ta podatek ni poimensko opredeljen, je družba prejela 0.5 točke.
- Če v letnem poročilu ni razkrito niti plačilo posameznih članov uprave in nadzornega sveta niti uprave in nadzornega sveta kot celote, je družba prejela 0 točk.

3. Povezane transakcije:

- Če je v letnem poročilu na voljo podrobna informacija o povezanih transakcijah, je družba prejela 1 točko.
- V primeru, da je na voljo le delni podatek o povezanih transakcijah, je družba prejela 0.5 točk.
- Če pa družba ne razkriva podatkov o povezanih transakcijah, je prejela 0 točk.

4. Lastniki:

- Če so na voljo podatki o lastniških deležih in imena vseh delničarjev, je družba prejela 1 točko.
- V primeru, da je na voljo le skupni podatek o lastništvu določene skupine (kategorije) delničarjev, je družba prejela 0.5 točk.
- Družba je prejela 0 točk, če v letnem poročilu ni razkrila podatka o delničarjih.

5. Ločena enota o korporacijskem upravljanju (Enota CG):

- Če letno poročilo vsebuje posebno enoto (poglavje) o korporacijskem upravljanju, je družba prejela 1 točko.
- V primeru, da letno poročilo nima posebne enote namenjene korporacijskemu upravljanju, je družba prejela 0 točk.

Vsaka izmed družb zajetih v vzorec je bila ovrednotena z ustreznim številom točk za posamezni kriterij. Za vsak kriterij sem nato izračunala povprečno vrednost in tako dobila podatek o tem, kako družbe dejansko razkrivajo posamezne, za raziskavo pomembne, informacije in kakšna je torej preglednost poslovanja družb na osnovi pregleda letnih poročil. Nadalje sem dobljena povprečja posameznih petih kriterijev seštela in dobila tako imenovani Indeks preglednosti letnih poročil. Indeks lahko doseže vrednosti od 0 do 5, pri čemer višja vrednost Indeksa pomeni večjo preglednost.

V nadaljevanju predstavljam rezultate raziskave, ki jih hkrati tudi primerjam z rezultati, ki sta jih na osnovi podatkov iz leta 2003 oziroma 2004 dobila Berglöf in Pajuste (2005, str. 17-18). Zajeta je tudi razprava o možnih vzrokih za dobljen rezultat.

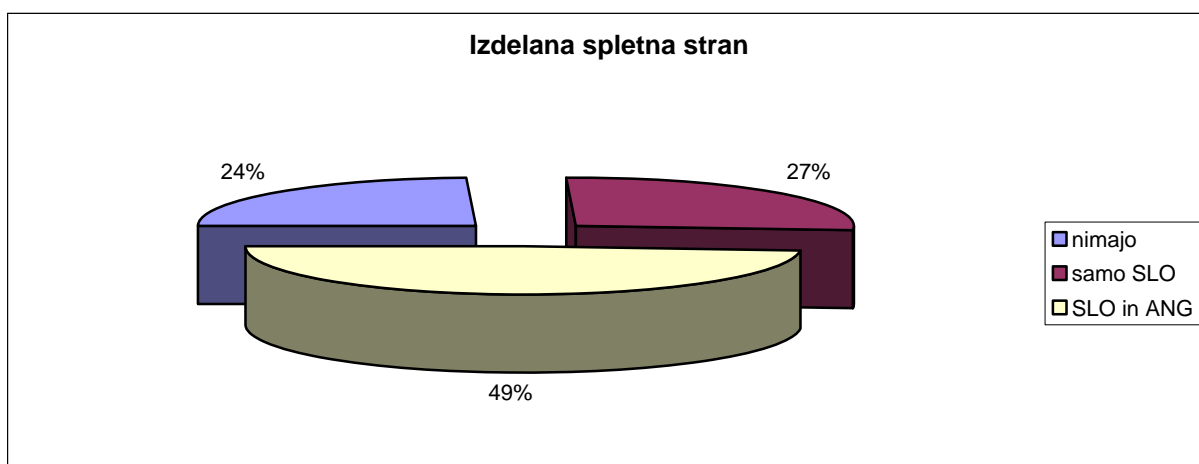
4.2.2 REZULTATI RAZISKAVE

4.2.2.1 INDEKS PREGLEDNOSTI SPLETNIH STRANI

Za izračun Indeksa preglednosti spletnih strani so bila vsa podjetja ocenjena na osnovi prej omenjenih sedmih kriterijev.

Slikovna podoba kaže odstotek družb, vključenih v vzorec, ki ima spletno stran v slovenskem jeziku, v slovenskem in angleškem jeziku oziroma spletne strani sploh nima.

Slika 2: Delež družb z (ne)izdelano spletno stranjo



Vir: Lastni izračuni.

Iz Slike 2 je razvidno, da od 115 gospodarskih družb 24% družb nima spletne strani, 27% družb ima spletno stran le v slovenskem jeziku, 49% družb pa ima spletno stran v slovenskem in angleškem jeziku.

Tabela 1: Povprečno število točk, ki so jih gospodarske družbe dosegle pri posameznem kriteriju in Indeks preglednosti spletnih strani

| | Spletna stran | Letno poročilo 2005 | Enota CG | Imena managerjev | Imena članov uprave in nadzornega sveta | Lastniki | Statut | Indeks preglednosti spletnih strani |
|-----------------|---------------|---------------------|----------|------------------|---|----------|--------|-------------------------------------|
| Borzna kotacija | 0.95 | 0.46 | 0.17 | 0.37 | 0.92 | 0.68 | 0.60 | 4.07 |
| Prosti trg | 0.55 | 0.03 | 0 | 0.53 | 0.70 | 0.21 | 0.11 | 1.65 |
| SKUPAJ | 0.65 | 0.17 | 0.05 | 0.49 | 0.76 | 0.34 | 0.25 | 2.18 |

Vir: Lastni izračuni.

Spletna stran

Od vseh 115 družb, ki so bile zajete v vzorec, ima spletno stran 87 družb. Od tega ima 56 družb spletno stran v slovenskem in angleškem jeziku, 31 pa le v slovenskem jeziku. Izmed družb borzne kotacije ima spletne strani v slovenskem in angleškem jeziku dve tretjini družb. Nekoliko slabši rezultat so dosegle družbe s prostega trga. Veliko teh družb namreč sploh nima svojih spletnih strani, če pa že, pa so te največkrat le v slovenskem jeziku. Iz rezultata je razvidno, da družbe borzne kotacije (0.95) veliko resneje obravnavajo spletne strani kot pomemben način stika s strankami, investitorji in zunanjim ter notranjim svetom nasploh kot podjetja s prostega trga (0.55). Glede na dejstvo, da so v prvi kotaciji prisotne delnice najuspešnejših slovenskih gospodarskih družb, ki izpolnjujejo določene kvantitativne in likvidnostne kriterije in ki so zavezane k dodatnemu obveščanju, ne preseneča, da so dosegle boljši rezultat, saj so že zaradi tega dejstva, da so se uspele uvrstiti v prvo kotacijo, dolžne razkriti več.

28 družb nima spletnih strani niti v slovenskem niti angleškem jeziku. Ker se nadaljnji kriteriji nanašajo na spletne strani družb, v nadaljnjo raziskavo o Indeksu preglednosti spletne strani te družbe niso bile zajete. Posledično se je vzorec temu ustrezno zmanjšal in je bilo v raziskavo tako zajetih 87 družb. Vsi rezultati so preračunani na to osnovo.

Letno poročilo 2005

Gospodarske družbe, katerih delnice kotirajo v prvi kotaciji, imajo na svojih spletnih straneh objavljena letna poročila 2005 v slovenskem in angleškem jeziku, medtem ko ima na borzni kotaciji-delnice letna poročila v slovenskem in angleškem jeziku objavljenih dve tretjini

gospodarskih družb. Skupno gledano so gospodarske družbe borzne kotacije dosegle v povprečju 0.46 točke. Veliko slabše so se izkazale gospodarske družbe s prostega trga; 28 družb sploh ne objavlja letnih poročil na svojih spletnih straneh, tiste družbe, ki pa jih, pa objavijo le povzetek letnega poročila. Pri pregledu spletnih strani sem ugotovila tudi, da je veliko družb, ki svojih spletnih strani ne dopolnjuje sproti in objavlja le stare podatke in letna poročila iz let 2004 in 2003 oziroma še starejša. Nekoliko slabši rezultat pri tem kriteriju je mogoče pripisati dejstvu, da medtem ko so gospodarske družbe objavile svoja nova letna poročila in ko sem jaz opravljala raziskavo ni preteklo veliko časa in tako morda niso imele dovolj časa, da jih objavijo že na spletu.

Ločena enota o korporacijskem upravljanju

Družb, ki imajo na svojih spletnih straneh ločeno enoto, namenjeno izključno korporacijskemu upravljanju, je malo. Vseh šest družb prihaja z borzne kotacije (0.17), predvsem iz prve kotacije. Izmed družb s prostega trga nima niti ena družba na svoji spletni strani posebne sekcije namenjene korporacijskemu upravljanju.

Imena managerjev

Na osnovi rezultatov raziskave lahko vidimo, da so družbe borzne kotacije (0.37) dosegle pri tem kriteriju nižjo vrednost, kot družbe s prostega trga (0.53) in tako v manjši meri objavljajo imena managerjev na svojih spletnih straneh. Rezultat je na prvi pogled morda nekoliko presenetljiv, saj bi pričakovali, da bodo družbe z borzne kotacije bolj zadostile kriterijem, kot družbe s prostega trga. Vendar pa je razlog temu morda, da so družbe z borzne kotacije nekoliko bolj usmerjene k razkrivanju drugih, pomembnejših podatkov, in tudi zaradi svoje velikosti in količine informacij, ki jih razkrivajo na svojih spletnih straneh, pomenu razkrivanja imen managerjev ne pripisujejo velike pozornosti, kar pa seveda ne more biti opravičilo za slabši rezultat. Gospodarske družbe z borzne kotacije bi se pri tem kriteriju morale odrezati bolje. Za vzgled bi si lahko vzele mednarodne družbe, kot na primer Siemens in GE, ki so pri razkrivanju teh podatkov, kljub ogromni količini ostalih podatkov, še zmeraj zelo dosledne in natančne.

Imena članov uprave in nadzornega sveta

V primerjavi z imeni managerjev gospodarske družbe v veliko večji meri razkrivajo na svojih spletnih straneh imena članov uprave in nadzornega sveta. Gospodarske družbe z borzne kotacije so dosegle 0.92 točke, gospodarske družbe s prostega trga pa 0.70 točke. Rezultat je vzpodbuden in se lahko še izboljša.

Lastniki

Rezultati raziskave kažejo, da dobri dve tretjini gospodarskih družb borzne kotacije na svojih spletnih straneh razkriva lastniško strukturo družbe in dosega 0.68 točke, medtem ko je rezultat družb s prostega trga slabši – 0.21 točke. Zaradi interesa investorjev in javnosti po podatku o lastništvu, bi gospodarske družbe morale v večji meri objavljati svojo lastniško strukturo. Novi Zakon o prevzemih (2006) tako že zahteva, da oseba, če doseže, preseže ali neha presegati 5, 10, 15, 20, 25-odstotni, 1/3, 50 in 75-odstotni delež glasovalnih pravic, to tudi objavi.

Statut

Zadnji kriterij je bil, ali ima gospodarska družba na svoji spletni strani objavljen statut družbe. Kljub temu da gre za osnovni akt družbe, ga vse gospodarske družbe ne objavljajo na svoji spletni strani. Gospodarske družbe borzne kotacije so, nanašajoč se na ta kriterij, dosegle v povprečju 0.60 točke, medtem ko so gospodarske družbe s prostega trga dosegle le 0.11 točke. Za lažjo predstavo to pomeni, da približno dve tretjini družb z borzne kotacije in le ena osmina družb s prostega trga na svojih spletnih straneh objavlja statut družbe. Razlika je torej velika in predvsem nepotrebna. Na splošno bi morale gospodarske družbe v večji meri objavljati statut na svojih spletnih straneh. Kot rečeno, gre za osnovni akt družbe, ki ga imajo družbe in gre torej le za (ne)upoštevanje priporočil. Če gospodarske družbe statuta na spletni strani ne objavljajo zaradi dejstva, da so premalo informirane o priporočilih ali pa se jim objava statuta zgolj ne zdi pomembna, je potrebno nameniti več pozornosti poudarjanju dejstva o pomembnosti preglednosti poslovanja slovenskih gospodarskih družb.

Skupno gledano lahko ugotovimo, da so družbe borzne kotacije boljše zadostile kriterijem, kar kaže tudi razlika med vrednostma Indeksa preglednosti spletne strani. Od skupno sedmih možnih točk so družbe borzne kotacije dosegle 4.07 točke, družbe s prostega trga pa le 1.65 točke. Gledano kot celota pa znaša Indeks preglednosti spletne strani za družbe Ljubljanske borze, ki so bile zajete v vzorec, 2.18.

Dobljeni rezultat lahko sedaj primerjamo še z rezultatom raziskave, ki sta jo leta 2005 objavila Berglöf in Pajuste.

Tabela 2: Povprečno število točk za posamezni kriterij in Indeks preglednosti spletnih strani za centralne in vzhodno evropske države

| Država | Spletna stran | LP 2003 | Enota CG | Imena managerjev | Imena članov uprave in nad.sveta | Lastniki | Statut | Indeks preglednosti spletnih strani |
|------------------|---------------|---------|----------|------------------|----------------------------------|----------|--------|-------------------------------------|
| Bolgarija | 0.36 | 0.17 | 0.17 | 0.42 | 0.25 | 0.25 | 0.08 | 0.86 |
| Češka | 0.91 | 0.63 | 0.03 | 0.74 | 0.68 | 0.65 | 0.00 | 3.53 |
| Estonija | 0.77 | 0.50 | 0.00 | 0.40 | 0.10 | 0.50 | 0.10 | 2.23 |
| Madžarska | 0.75 | 0.57 | 0.29 | 0.72 | 0.61 | 0.50 | 0.29 | 2.71 |
| Latvija | 0.91 | 0.40 | 0.00 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.00 | 1.82 |
| Litva | 0.89 | 0.21 | 0.03 | 0.33 | 0.06 | 0.06 | 0.00 | 1.53 |
| Poljska | 0.80 | 0.30 | 0.07 | 0.66 | 0.54 | 0.41 | 0.20 | 2.51 |
| Romunija | 0.73 | 0.08 | 0.03 | 0.35 | 0.06 | 0.34 | 0.03 | 1.37 |
| Slovaška | 0.80 | 0.75 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 0.50 | 0.00 | 3.40 |
| Slovenija | 0.93 | 0.69 | 0.06 | 0.70 | 0.47 | 0.61 | 0.00 | 3.05 |
| SKUPAJ | 0.78 | 0.36 | 0.07 | 0.58 | 0.42 | 0.40 | 0.11 | 2.26 |

Vir: Berglōf, Pajuste, 2005, str. 17.

Iz rezultatov raziskave lahko vidimo, da je vrednost Indeksa preglednosti spletnih strani najvišja na Češkem – 3.53. Češki sledita Slovaška – 3.40 in Slovenija – 3.05. Najnižjo vrednost Indeksa imajo Bolgarija – 0.86, Romunija – 1.37 in Litva – 1.53.

Tabela 3: Primerjava vrednosti Indeksa preglednosti spletnih strani za Slovenijo med leti 2004 in 2006

| | Spletna stran | LP | Enota CG | Imena managerjev | Imena članov uprave in nad.sveta | Lastniki | Statut | Indeks preglednosti spletnih strani |
|-----------------------------|---------------|-------------|-------------|------------------|----------------------------------|-------------|-------------|-------------------------------------|
| Slovenija – spl.stran 2004 | 0.93 | 0.69 | 0.06 | 0.70 | 0.47 | 0.61 | 0.00 | 3.05 |
| Slovenija – spl.stran 2006* | 0.95 | 0.46 | 0.17 | 0.38 | 0.92 | 0.97 | 0.60 | 4.07 |
| Sprememba | (+) 0.02 | (-) 0.23 | (+) 0.11 | (-) 0.32 | (+) 0.45 | (+) 0.36 | (+) 0.60 | (+) 1.02 |

*Upoštevane so samo gospodarske družbe z borzne kotacije, ker se ocenjuje, da so zaradi majhnosti vzorca bile tudi v raziskavi Berglōf in Pajuste (2005) proučevane le te gospodarske družbe.

Vir: Berglōf, Pajuste, 2005, str. 17 in lastni izračuni.

Če primerjamo rezultate raziskav objavljenih leta 2005 in leta 2006 vidimo, da je vrednost Indeksa preglednosti spletne strani leta 2006 za 1.02 indeksne točke višja. Posamično gledano so gospodarske družbe povečanje vrednosti Indeksa dosegle pri petih od sedmih kriterijev. Nekoliko slabši rezultat so gospodarske družbe zabeležile pri kriteriju o dostopnosti letnih poročil in imen managerjev na spletni strani, kjer je opaziti negativno spremembo v vrednosti Indeksa. Na prvi pogled je ta rezultat morda presenetljiv, saj bi po dveh letih pričakovali, da se bo rezultat izboljšal in da bodo družbe na svojih spletnih straneh objavljale več. Najverjetneje pa je rezultat le posledica dejstva, da je bila raziskava opravljena v času, ko so gospodarske družbe šele dodobra izdelale svoja letna poročila in jih tako še niso uspele objaviti na spletnih straneh.

4.2.2.2 INDEKS PREGLEDNOSTI LETNIH POROČIL

Od 115 gospodarskih družb, katerih delnice kotirajo na Ljubljanski borzi, je bilo v vzorec za določitev Indeksa preglednosti letnih poročil zajetih 56 gospodarskih družb, ki so imele na svoji spletni strani objavljeno letno poročilo za leto 2005.

Tabela 4: Povprečno število točk, ki so jih gospodarske družbe dosegle pri posameznem kriteriju in Indeks preglednosti letnih poročil

| | Notranji delničarji | Prejemki | Povezane transakcije | Lastniki | Enota CG | Indeks preglednosti letnih poročil 2005 |
|-----------------|---------------------|-------------|----------------------|-------------|-------------|---|
| Borzna kotacija | 0.69 | 0.85 | 0.36 | 0.88 | 0.47 | 3.24 |
| Prosti trg | 0.33 | 0.61 | 0.09 | 0.94 | 0 | 1.97 |
| SKUPAJ | 0.45 | 0.71 | 0.17 | 0.92 | 0.14 | 2.39 |

Vir: Lastni izračuni.

Notranji delničarji

Rezultati kažejo, da v letnih poročilih niso dokaj pogosto objavljeni podatki o lastniškem deležu posameznih članov uprav in nadzornih svetov. Na osnovi rezultata 0.45 bi lahko sklepali, da gospodarske družbe največkrat (če že) objavijo skupni podatek o lastniškem deležu uprave in nadzornega sveta, brez imen posameznih članov, saj je vrednost blizu 0.5. Kljub temu pa je dejansko največkrat tako, da so družbe bodisi zelo pregledne in objavijo

delež, ki ga ima v lasti posamezni član uprave oziroma nadzornega sveta, bodisi v letnem poročilu ni zaslediti nobenega podatka o tem. Le redkokdaj se namreč zgodi, da družba v letnem poročilu objavi informacijo, koliko delnic imata v lasti uprava in nadzorni svet, brez imen posameznih članov. Iz rezultata pa lahko tudi vidimo, da je razlika med preglednostjo letnih poročil gospodarskih družb z borzne kotacije in tistih, ki so na prostem trgu, dokaj velika. Gospodarske družbe z borzne kotacije so v tem primeru bolj pregledne.

Prejemki

Podatek o prejemkih posameznih članov uprave in nadzornega sveta objavlja približno dve tretjini gospodarskih družb borzne kotacije. Nekoliko slabše te podatke objavljajo gospodarske družbe s prostega trga, ki so dosegle 0.61 točke, kar pomeni, da večinoma (če že) objavljajo le podatek o prejemku članov uprave in nadzornega sveta skupaj. Vendar kljub vsemu, skupno gledano, gospodarske družbe raje objavljajo podatek o prejemkih članov uprave in nadzornega sveta (0.71), kot pa podatek o tem, koliko delnic družbe imajo v lasti člani uprave in nadzornega sveta (0.45). Iz raziskave velja omeniti tudi to, da so, v primeru objave prejemkov, družbe pogosto objavile le, koliko prejme skupno uprava in koliko nadzorni svet, ne pa poimensko opredelile, kakšni so prejemki posameznih članov.

Povezane transakcije

Gospodarske družbe zelo slabo razkrivajo podatke o povezanih transakcijah (0.17), tako da bodo na tem področju morale v prihodnje še veliko postoriti. Do podobnega zaključka sta v svoji raziskavi prišla tudi Berglōf in Pajuste (2005), ki pravita, da bo v prihodnje potrebno izboljšati predvsem preglednost povezanih transakcij.

Lastniki

Izmed vseh petih kriterijev, ki sem jih vzela pod drobnogled, gospodarske družbe v največji meri objavljajo prav podatek o lastniških deležih in imenih delničarjev (0.92). Nanašajoč se na ta kriterij, gospodarske družbe poslujejo pregledno, vendar bi v prihodnje veljalo rezultat še izboljšati.

Ločena enota o korporacijskem upravljanju

Na osnovi rezultatov lahko vidimo, da gospodarske družbe v svojih letnih poročilih še nimajo posebne enote oziroma poglavja, ki bi bilo namenjeno izključno korporacijskemu upravljanju. Gospodarskih družb, ki korporacijskemu upravljanju v svojem letnem poročilu

namenjajo posebni prostor, je le osem. Gospodarske družbe, ki imajo posebno enoto o korporacijskem upravljanju so tiste, ki kotirajo v prvi kotaciji. Izmed gospodarskih družb s prostega trga niti ena družba pri tem kriteriju ni dosegla ene točke.

Skupno gledano lahko ugotovimo, da so gospodarske družbe borzne kotacije boljše zadostile kriterijem, kot gospodarske družbe s prostega trga. Rezultat ni nepričakovan in presenetljiv, saj so to družbe z boljšim poslovanjem, ki so zadostile vsem potrebnim kriterijem Ljubljanske borze d.d. za prehod na borzno kotacijo.

Od skupno petih možnih točk so gospodarske družbe borzne kotacije, nanašajoč se na preglednost v letnih poročilih, zbrale 3.24 točke, medtem ko so gospodarske družbe prostega trga zbrale za več kot polovico manj (1.97). Gledano kot celota, znaša Indeks preglednosti letnih poročil 2005 za gospodarske družbe Ljubljanske borze, ki so bile zajete v vzorec, 2.39.

Ta rezultat lahko sedaj primerjamo še z rezultatom raziskave, ki sta jo izvedla Berglōf in Pajuste (2005) in je bila izvedena na letnih poročilih iz leta 2003.

Tabela 5: Povprečno število točk za posamezni kriterij in Indeks preglednosti letnih poročil za centralne in vzhodno evropske države (Berglōf, Pajuste, 2005, str. 18)

| Država | Notranji delničarji | Prejemki | Povezane transakcije | Lastniki | Enota CG | Indeks preglednosti letnih poročil 2003 |
|------------------|---------------------|----------|----------------------|----------|----------|---|
| Bolgarija | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.50 | 1.50 |
| Češka | 0.35 | 0.44 | 0.75 | 0.94 | 0.33 | 2.81 |
| Estonija | 0.64 | 0.55 | 0.82 | 0.86 | 0.00 | 2.86 |
| Madžarska | 0.33 | 0.13 | 0.25 | 0.67 | 0.25 | 1.63 |
| Latvija | 0.17 | 0.22 | 0.44 | 0.61 | 0.00 | 1.44 |
| Litva | 0.73 | 0.42 | 0.19 | 0.98 | 0.00 | 2.31 |
| Poljska | 0.28 | 0.17 | 0.29 | 0.81 | 0.07 | 1.62 |
| Romunija | 0.25 | 0.00 | 0.13 | 1.00 | 0.00 | 1.38 |
| Slovaška | 0.00 | 0.00 | 0.50 | 1.00 | 0.00 | 1.50 |
| Slovenija | 0.55 | 0.36 | 0.09 | 0.86 | 0.00 | 1.86 |
| SKUPAJ | 0.42 | 0.30 | 0.39 | 0.86 | 0.11 | 2.08 |

Vir: Berglōf, Pajuste, 2005, str. 18.

Iz rezultatov raziskave lahko vidimo, da ima Estonija najvišji Indeks preglednosti letnih poročil – 2.86. Sledita ji Češka – 2.81 in Litva – 2.31, na četrtem mestu pa je Slovenija z 1.86. Najnižjo vrednost Indeksa imajo Slovaška – 1.50, Bolgarija – 1.50, Latvija – 1.44 in Romunija – 1.38.

Tabela 6: Primerjava vrednosti Indeksa preglednosti letnih poročil 2003 in 2005 za Slovenijo

| Država | Notranji delničarji | Prejemki | Povezane transakcije | Lastniki | Enota CG | Indeks preglednosti letnih poročil-razlika |
|----------------------|---------------------|----------|----------------------|----------|----------|--|
| Slovenija – LP 2003 | 0.55 | 0.36 | 0.09 | 0.86 | 0.00 | 1.86 |
| Slovenija – LP 2005* | 0.69 | 0.85 | 0.36 | 0.88 | 0.47 | 3.25 |
| Sprememba | (+) 0.14 | (+) 0.49 | (+) 0.27 | (+) 0.02 | (+) 0.47 | (+) 1.39 |

*Upoštevane so samo gospodarske družbe z borzne kotacije, ker se ocenjuje, da so zaradi majhnosti vzorca bile tudi v raziskavi Berglōf in Pajuste (2005) proučevane le te gospodarske družbe.

Vir: Berglōf, Pajuste, 2005, str. 18 in lastni izračuni.

Če primerjamo rezultate raziskave narejene na osnovi letnih poročil iz leta 2003 in letnih poročil iz leta 2005 vidimo, da so slovenske gospodarske družbe pri vseh kriterijih izboljšale rezultat, kar pomeni, da v svojih letnih poročilih danes objavljajo več, kar je za gospodarske družbe sigurno vzpodbudna ocena. Hkrati pa se od gospodarskih družb pričakuje, da bodo tudi v prihodnje na področju korporacijskega upravljanja še boljše in še bolj pregledno poslovale in na ta način investitorjem omogočile vpogled v še več informacij.

V naslednji tabeli lahko vidimo, kakšne so zakonsko določene zahteve glede preglednosti letnih poročilih (Berglōf, Pajuste, 2005, str. 20):

Tabela 7: Preglednost letnih poročil določena z zakonom

| | Notranji delničarji | Prejemki | Povezane transakcije | Lastniki | Enota CG | Preglednost letnih poročil | Preglednost letnih poročil-razlika* |
|-----------|---------------------|----------|----------------------|----------|----------|----------------------------|-------------------------------------|
| Slovenija | 0.00 | 0.50 | 0.00 | 1.00 | 0.00 | 1.50 | (+) 0.89 |

*Razlika med dejansko vrednostjo Indeksa preglednosti letnih poročil in preglednostjo letnih poročil določeno z zakonom.

Vir: Berglōf, Pajuste, 2005, str. 20.

Če primerjamo Tabelo 4 in Tabelo 7, lahko vidimo, da je dejanski Indeks preglednosti letnih poročil (2.39) višji kot zahteva zakon (1.50). Dejansko torej nekatere družbe pri določenih kriterijih objavljajo več, kot se od njih zahteva. Kljub vsemu pa slovenske zahteve, glede na zahteve nekaterih drugih centralnih in vzhodno evropskih držav, niso visoke. Bolgarija (2.50), Češka (2.50), Estonija (2.50), Litva (3.00) in Poljska (2.00) imajo vse višje zakonsko

določene zahteve po razkritju, nanašajoč se na naših pet kriterijev, v letnih poročilih. Izstopata predvsem Češka in Estonija, ki imata relativno visoke standarde o preglednosti poslovanja in družbe objavljajo še več, kot je zahtevano; razlika je v obeh primerih pozitivna in znaša 0.31 in 0.36 (Berglöf, Pajuste, 2005, str. 20).

Da bi Slovenija dosegla višji nivo preglednosti poslovanja, bi torej morala dvigniti tudi zahtevane standarde, saj bi le na ta način lahko prepričala družbe in dosegla večjo preglednost poslovanja družb. Nanašajoč se na posebno enoto o korporacijskem upravljanju in tudi druge kriterije, bi se slovenske družbe morale zgledovati po zahodno evropskih državah oziroma ZDA, kjer velja, da družbe same stremijo k objavi čim več podatkov, ki utegnejo zanimati javnost in investitorje ter vzpostaviti posebne enote, namenjenih izključno korporacijskemu upravljanju, saj na ta način posredno raste tudi ugled družbe in njegova vrednost na trgu. V tujini so namreč družbe, katerih poslovanje je pregledno in nimajo namena skrivati informacij, zelo cenjene in spoštovane.

5 PRIPOROČILA V SMERI IZBOLJŠANJA PREGLEDNOSTI POSLOVANJA GOSPODARSKIH DRUŽB V SLOVENIJI

»Corporate governance« je na slovenskih tleh dokaj novo področje, a nekatere slovenske družbe se že zavedajo pomena, ki ga ima dobro korporacijsko upravljanje na njihovo poslovanje. Kljub vsemu pa je mogoče trditi, da slovenske družbe še zdaleč ne namenjajo dovolj pozornosti pomembnosti korporacijskega upravljanja in se še ne zavedajo dejanske pomembnosti preglednosti svojega poslovanja.

Na osnovi opravljene raziskave o korporacijskem upravljanju in preglednosti poslovanja slovenskih gospodarskih družb sem ugotovila, da je stanje na tem področju v Sloveniji dokaj slabo. Večinoma se le družbe prve kotacije »trudijo« slediti smernicam na tem področju. Pomembno je, da jim ostale družbe v čim večjem številu, čim prej začnejo slediti. Družbe si z bolj preglednim poslovanjem namreč lahko izboljšajo dostop do tujega kapitala in povečajo zaupanje tujih, kakor tudi domačih, investitorjev ter si s tem na nek način zagotovijo stabilnejše vire financiranja.

Slovenija zelo zaostaja za nivojem korporacijskega upravljanja in preglednosti poslovanja družb, ki ga poznajo v tujini in če si želi tujih investicij tudi v prihodnje, potem bodo slovenske družbe morale poslovati bolj pregledno. V nadaljevanju podajam nekaj priporočil v smeri izboljšanja preglednosti poslovanja družb v Sloveniji, ki sem jih izoblikovala na osnovi trenutnega stanja preglednosti poslovanja javnih gospodarskih družb v Sloveniji in stanja, ki ga je mogoče zaslediti v tujini, pri nekaterih večjih družbah, npr. Siemens, GE in tudi Pfizer, in po katerih bi se Slovenija morala zgledovati.

- V gospodarskih družbah z Ljubljanske borze je nujno potrebno dvigniti zavedanje o pomenu dobrega in preglednega poslovanja gospodarskih družb za družbo in slovensko gospodarstvo nasploh. Pomembnost preglednosti poslovanja družb je potrebno predstaviti tudi gospodarskim družbam, ki niso na Ljubljanski borzi in jih vključiti v obravnavo. Potrebno je vedeti, da pri izpolnjevanju priporočil o preglednosti poslovanja gospodarskih družb ne gre le za neke »nepomembne modne zahteve«, ampak za »ogledalo družbe«. S pomočjo medijev, akademikov, tujih gospodarstvenikov in drugih uglednih ljudi je potrebno še bolj poudariti pomembnost korporacijskega upravljanja in »promovirati« preglednost.
- Potrebne je več politične volje, ki vzpodbuja gospodarske družbe k večji preglednosti poslovanja, uveljavljanje zakonov in priporočil s področja korporacijskega upravljanja v praksi in omogoča hitrejšo spreminjanje zakonov s tega področja. Glede na to, da spreminjanje zakonov navadno vzame veliko časa, bi bilo smiselno več »pooblastil« pripisati avtonomnim pravnim virom (Kodeksu), da bi se jih tako bolj spoštovalo.
- V zakone oziroma Kodeks bi bilo potrebno vključiti zahtevo po objavljanju podatkov s področja povezanih transakcij, zahtevo po objavljanju posebne enote namenjene korporacijskemu upravljanju in zahtevo po objavljanju lastniških deležev posameznih članov uprave in nadzornega sveta ter tako vzpodbuditi preglednost poslovanja tudi na tem področju.
- Spletna stran družb naj bo čim bolj jasna in strukturirana. Naj bo pregledna in naj omogoči čim enostavnejši in čim hitrejši dostop do podatkov.
- Spletna stran naj vsebuje ločeno sekcijo, namenjeno izključno korporacijskemu upravljanju. V tej sekciji naj bodo zajete vse informacije, ki utegnejo zanimati investitorja. Prav tako naj bo na strani razvidno, katera določila Kodeksa oziroma zakonov družba spoštuje in katerih ne ter zakaj.
- Posebna enota namenjena korporacijskemu upravljanju naj bo razdeljena na podpoglavja, ki naj zajemajo izčrpne, resnične in ažurne informacije o poslovanju družbe in vodstvu (biografijo, prejemke, lastniški delež v družbi, ipd). Investitor mora s »sprehajanjem« po spletni strani dobiti jasno sliko o družbi in njenem poslovanju. Dejstvo je namreč, da jasna in čista predstava o družbi in njenem poslovanju v potencialnih investitorjih obudi občutek vrednosti zaupanja v družbo.
- Družbe naj spremljajo »premičke, trende« na področju korporacijskega upravljanja. Predvsem naj opazujejo, kaj se dogaja na področju korporacijskega upravljanja v tujini, na kakšen način tuje družbe razkrivajo podatke in katere podatke trg dejansko

pričakuje. Te ugotovitve naj v čim večji meri aplicirajo in prilagodijo slovenskemu trgu.

- Letna poročila naj bodo, prav tako kot spletne strani, pregledna in skrbno urejena. Dostop do informacij, ki jih uporabnik išče, naj bo enostaven.
- Letno poročilo naj vsebuje posebno enoto namenjeno korporacijskemu upravljanju. V tej enoti naj bodo zajete informacije, ki se nanašajo na korporacijsko upravljanje družbe. Torej vse, kar opredeljujejo Kodeks, zakonodaja in druga priporočila s tega področja ter kar se zdi vodstvu morda pomembno omeniti, pa ni določeno v nobenem izmed teh virov.
- Družbe naj razkrivajo čim več. Naj ne razkrivajo le tistega, kar je določeno z zakonom in je obvezno ter v Kodeksu opredeljeno z »morati«. V čim večji meri naj družbe zadostijo tudi priporočilom in vsemu tistemu kar je v Kodeksu opredeljeno z »naj«. S tem se bodo dejansko približale investitorjem. Nemška družba Siemens, kot primer vzorne družbe s skrbjo za preglednost poslovanja družbe, na primer upošteva vsa priporočila.

Če na splošno velja pregovor »Manj je več«, potem je za področje korporacijskega upravljanja in preglednosti poslovanja ta pregovor sigurno potrebno spremeniti v »Več je več«.

6 MOŽNE IZBOLJŠAVE IN PREDLOGI ZA NADALJNJE RAZISKAVE

Na osnovi Indeksa preglednosti spletnih strani in Indeksa preglednosti letnih poročil lahko ocenimo, na kakšni stopnji preglednosti poslovanja se slovenske družbe trenutno nahajajo in koliko podatkov so dejansko pripravljene razkriti. Pri izračunu Indeksov so bili zajeti le določeni kriteriji in tako Indeksa v bistvu predstavljata neki splošen vpogled v področje preglednosti poslovanja slovenskih družb.

V raziskavi so bili uporabljeni kriteriji, ki sta jih proučevala Berglöf in Pajuste (2005), kar je vsekakor omogočilo med drugim tudi primerjavo rezultatov dobljenih v obeh raziskavah. Vendar pa bi pri ponovni izvedbi raziskave s področja preglednosti poslovanja slovenskih družb veljalo razmisliti o drugačnem pristopu in uporabi drugih kriterijev. V tej smeri bi veljalo razmišljati zlasti, če bi želeli natančno preveriti, kako slovenske družbe dejansko sledijo navodilom in priporočilom glede preglednosti poslovanja. Vsaka država, tako tudi Slovenija, ima namreč neka posebna določila, ki so zanjo specifična, zato bi bilo zanimivo kriterije nastaviti tako, da bi resnično zajeli vsa pomembnejša področja in na ta način

preverili, kako jih družbe dosegajo. Poleg kriterijev bi bilo smiselno dopolniti tudi sistem dodeljevanja točk in vnesti več možnih ocen za posamezni kriterij, saj se družbe pri preglednosti poslovanja med seboj zelo razlikujejo in bi jih zato bilo potrebno razdeliti v več ocenjevalnih razredov.

Pri ponovni izvedbi takšne raziskave bi bilo smiselno, da se raziskava izvede meseca septembra ali kasneje, vsekakor pa ne prej. Namreč veliko družb, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, v času, ko se je izvajala raziskava, še ni imelo objavljenih letnih poročil preteklega poslovnega leta, kar pomeni, da se je moral temu ustrezno vzorec zmanjšati.

Pri nadaljnjem raziskovalnem delu s področja preglednosti poslovanja slovenskih družb predlagam, da se kriteriji in sistem ocenjevanja čim bolj dodelajo in tako omogočijo vsem družbam, vključenim v vzorec, obravnavo pod enakimi pogoji, to pa bo omogočilo tudi primerljivost podatkov z rezultati raziskave izvedene na primer dve leti kasneje. Kriteriji naj bodo aktualni in naj preverjajo vse najpomembnejše zahteve.

V prihodnje bi bilo smiselno raziskati, kakšne značilnosti imajo družbe, ki razkrivajo več in tiste, ki razkrivajo manj. Torej, ali so gospodarske družbe, katerih preglednost poslovanja je boljša, večje ali manjše gospodarske družbe, ali so to gospodarske družbe z bolj koncentriranim ali z bolj razpršenim lastništvom, ali so to gospodarske družbe z več ali manj zunanjega kapitala, in drugo.

S pomočjo nadaljnjih raziskav bi lahko ugotovili, kolikšen pomen pripisujejo preglednosti poslovanja investitorji in če se jim ta sploh zdi pomembna.

7 SKLEP

Zaradi številnih finančnih škandalov in posledično nižjemu zaupanju investitorjev je eden izmed pomembnejših izzivov, s katerimi se gospodarske družbe danes soočajo, dobro korporacijsko upravljanje. Dobro korporacijsko upravljanje podpira poštenost in preglednost poslovanja družb. Za družbe z dobrim korporacijskim upravljanjem pa so investitorji pripravljeni plačati več. Dobro korporacijsko upravljanje je torej nadvse pomembno za gospodarske družbe s tujimi viri financiranja, kakor tudi za dober ugled gospodarskih družb na splošno.

V Sloveniji je področje korporacijskega upravljanja urejeno predvsem z Zakonom o gospodarskih družbah, Zakonom o prevzemih in Zakonom o sodelovanju delavcev pri upravljanju, na pomenu pa vse bolj pridobiva tudi t.i. avtonomni vir, Kodeks upravljanja javnih delniških družb, ki je eden izmed najpomembnejših gradnikov sistema upravljanja družb. Posebno pozornost Kodeks namenja tudi preglednosti poslovanja družb, saj želi

investitorjem omogočiti pravilno oceno finančnega položaja, poslovanja, tveganj in upravljanja družbe, na podlagi česar lahko investitor sprejme kakovostno investicijsko odločitev. Seveda pa se postavlja vprašanje, ali slovenske družbe sledijo določilom na tem področju, do kakšne mere družbe dejansko razkrivajo svoje podatke in kakšna je preglednost poslovanja slovenskih javnih delniških družb.

Rezultati raziskave opravljene v okviru diplomskega dela kažejo, da se slovenske družbe že zavedajo pomena dobrega korporacijskega upravljanja in sledijo določilom s tega področja, vendar bo treba korporacijskemu upravljanju v prihodnje nameniti še več pozornosti in slediti trendu in nivoju, ki ga imajo na tem področju zahodno evropske države in ZDA. Indeks preglednosti spletnih strani kaže, da slovenske družbe, katerih delnice kotirajo na Ljubljanski borzi, že razkrivajo podatke, ki so bili zajeti v kriterijih za ocenjevanje, vendar pa je rezultat slab. Izredno slabo so se družbe izkazale pri kriteriju o prisotnosti posebne enote o korporacijskem upravljanju na spletni strani. Zatorej bi morale družbe na svojih spletnih straneh v prihodnje več pozornosti nameniti oblikovanju posebne enote, namenjene izključno korporacijskemu upravljanju, ki bo zajemala vse podatke, ki bi jih družbe naj objavile in se nanašajo na dobro korporacijsko upravljanje. Nekoliko boljši rezultat so družbe dosegle pri izračunu Indeksa preglednosti letnih poročil. Ob splošnem pregledu poročil je bilo mogoče ugotoviti, da so letna poročila družb s prve kotacije kvalitetna, medtem ko se družbe s prostega trga pri izdelavi letnih poročil ne potrudijo dovolj. Na splošno bi družbe morale v prihodnje več pozornosti nameniti objavljanju lastniških deležev posameznih članov uprave in nadzornega sveta, podatkov v zvezi s povezanimi transakcijami in v svoje letno poročilo prav tako vključiti posebno enoto, izključno namenjeno korporacijskemu upravljanju. Z oblikovanjem posebne enote namenjene korporacijskemu upravljanju, bi tako na spletni strani, kakor tudi v letnih poročilih investitorjem in drugim interesentom omogočili hitrejši in preglednejši dostop do informacij, ki jih zanimajo.

Na osnovi opravljene raziskave so bila podana tudi priporočila v smeri izboljšanja preglednosti poslovanja slovenskih gospodarskih družb. Med drugim se predlaga, da se v Sloveniji področju dobrega korporacijskega upravljanja nameni še več pozornosti in vzpodbuja družbe, da sledijo določilom ter da se začnejo zavedati, da za njihovo uspešno poslovanje in dobro korporacijsko upravljanje v prihodnje velja načelo »Več je več«.

V nadaljnjih raziskavah s področja korporacijskega upravljanja bi bilo smiselno ugotoviti, katere so značilnosti gospodarskih družb, ki imajo večjo (manjšo) preglednost poslovanja, prav tako pa še naprej spremljati področje preglednosti poslovanja gospodarskih družb in podobne raziskave izvajati še v prihodnje.

LITERATURA

1. Becht Marco, Bolton Patrick, Röell Ailsa: Corporate Governance and Control. ECGI Finance Working Paper. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461], 2002.
2. Berglöf Erik, Pajuste Anete: What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe. Oxford Review of Economic Policy, Oxford, 21(2005), 2, str. 178-197.
3. Bohinc Rado, Bratina Borut: Upravljanje korporacij. Ljubljana : Fakulteta za družbene vede, 2005. 455 str.
4. Bratina Borut: Razmerja v korporacijski upravljalni strukturi – kodeks corporate governance. Enajsto posvetovanje o aktualni problematiki s področja gospodarskega prava Gospodarski subjekti na trgu na pragu Evropske unije (pravo družb, pogodbeno pravo, izvršba in zavarovanje, davčno pravo in zaposlovanje). Portorož : Inštitut za gospodarsko pravo, 2003, str. 23 – 35.
5. Deakin Simon, Hughes Alan: Comparative Corporate Governance: An Interdisciplinary Agenda. Journal of Law and Society, Oxford, 24(1997), 1, str. 1-9.
6. Detiček Janja: Korporacijsko upravljanje in pokojninski skladi. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 47 str.
7. Doidge Craig, Karolyi G. Andrew, Stulz Rene M.: Why do countries matter so much for corporate governance? ECGI Finance Working Paper. [URL http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=580883], september 2004.
8. Fox Merritt B.: Required Disclosure and Corporate Governance. Law and Contemporary Problems, Durham, 62 (1999), 3, str. 113-127.
9. Gregorič Aleksandra: Corporate Governance in Slovenia: An International Perspective. Doctoral Dissertation. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 190 str.
10. Leuz Christian, Lins Karl V., Warnock Francis E.: Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms? ECGI Finance Working Paper. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=677642], april 2004.
11. Macey Jonathan: Measuring the effectiveness of different corporate governance systems: Towards a more scientific approach. Journal of Applied Corporate Finance, Oxford, 10(1998), 4, str. 16-25.

12. Maher Maria, Andersson Thomas: Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth. Organisation for Economic Cooperation and Development, Paris. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=677642], 1999.
13. Radner Greg: Best Practices in Online Corporate Governance Disclosure. A CCBN White Paper. [URL: http://www.ccbn.com/_pdfs/whitepapers/corp_gov.pdf], 2002.
14. Schleifer Andrei, Vishny Robert W.: A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance, New York, 52(1997), 2, str. 737-783.
15. Shane A.Scott: Making New Franchise Systems Work. Staregic Management Journal, Chichester, 19(1998), 7, str. 697-707.
16. Zajc Katarina: Corporate Governance v Sloveniji. Pravnoekonomska analiza gospodarskih družb. Ljubljana : Pravna fakulteta, 2004. 360 str.
17. Yener Demir: Disclosure, Corporate Governance, Competitiveness and SME Access to Finance.[URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/40/34/1844977.pdf#search=%22if%20investors%20are%20not%20confident%20with%20the%20level%20of%20disclosure%20capital%20will%20flow%20elsewhere%20%22>], 2001.

VIRI

1. Global Investor Opinion Survey. McKinsey & Company, [URL: <http://www.mckinsey.com/client-service/organization-leadership/service/corp-governance/PDF/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf>], 2002.
 2. Kodeks upravljanja javnih delniških družb (Uradni list RS, št. 118/2005).
 3. Ljubljanska borza d.d. [URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=575&sid=3HQTEemIAR5rhNyI>], 09.07.2006.
 4. The Encyclopedia about Corporate Governance. [URL: <http://www.encygov.com>], 29.06.2006.
 5. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 42/2006).
 6. Zakon o gospodarskih javnih službah (Uradni list RS, št. 32/1993).
 7. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 79/2006).
- Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 51/2006).

SLOVARČEK SLOVENSkih PREVODOV TUJIH IZRAZOV

| TUJ IZRAZ | SLOVENSKI PREVOD |
|-------------------------------------|-------------------------------------|
| Adverse selection | Negativna izbira |
| Agency costs | Zastopniški stroški |
| AR-Disclosure index | Indeks preglednosti letnih poročil |
| Aufsichtsrat | Nadzorni svet |
| Comply or explain | Ravnaj ali pojasni |
| Corporate governance | Korporacijsko upravljanje |
| Fixed wage contract | Fiksno nagrajevanje |
| Moral hazard | Moralni hazard |
| Separation of ownership and control | Ločitev upravljanja od nadzora |
| Vorstand | Uprava |
| Web-Disclosure index | Indeks preglednosti spletnih strani |