

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKE POSLOVNE ŠOLE  
**UČINKOVITOST KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA V  
SLOVENIJI**

TINA NIKIČ

## IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani(-a) \_\_\_\_\_ Tina Nikič \_\_\_\_\_, študent(-ka) Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor(-ica) zaključne strokovne naloge z naslovom \_\_\_\_\_ Učinkovitost korporacijskega upravljanja v Sloveniji \_\_\_\_\_, pripravljene(-ga) v sodelovanju s svetovalcem/svetovalko \_\_doc. dr. Kovač Mitja \_\_\_\_\_.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
  - poskrbel(-a), da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v zaključni strokovni nalogi/diplomskem delu/specialističnem delu/magistrskem delu/doktorski disertaciji, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
  - pridobil(-a) vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal(-a);
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Idriji, dne \_10. 3. 2014\_

Podpis avtorja(-ice):\_Tina Nikič\_

|   |           |
|---|-----------|
| <b>UVOD</b> .....   | <b>1</b>  |
| <b>1 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE</b> .....  | <b>2</b>  |
| 1.1. POJEM IN POMEN IZRAZA KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE .....                                | 2         |
| 1.2. KORPORACIJSKE INFORMACIJE IN NJIHOV POMEN .....                                      | 3         |
| 1.3. UDELEŽENCI KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA .....   | 3         |
| 1.4. POMEN NADZORA ZA UČINKOVITO KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE.....                           | 4         |
| 1.5. ALI OBSTAJA OPTIMALEN SISTEM KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA? .....                      | 5         |
| 1.6. KJE SO MOŽNOSTI ZA SPREMEMBE V SLOVENIJI? .....                                      | 7         |
| <b>2 VODENJE IN OBVLADOVANJE DRUŽB IN LOČITEV LASTNIŠTVA IN UPRAVLJANJA</b> .....         | <b>8</b>  |
| 2.1. PROBLEM AGENT - PRINCIPAL .....  | 9         |
| 2.2. KORISTI IN STROŠKI LOČITVE LASTNIŠTVA IN UPRAVLJANJA .....                           | 11        |
| 2.2.1. <i>Koristi ločitve</i> .....   | 11        |
| 2.2.2. <i>Stroški ločitve</i> .....   | 12        |
| 2.3. MEHANIZMI MINIMIZIRANJA STROŠKOV LOČITVE LASTNIŠTVA IN UPRAVLJANJA .....             | 12        |
| 2.4. KAKŠNO JE VODENJE IN OBVLADOVANJE DRUŽB V SLOVENIJI .....                            | 16        |
| <b>3 ENOTIRNOST OZIROMA DVOTIRNOST ORGANOV ODLOČANJA V GOSPODARSKI DRUŽBI</b> .....       | <b>17</b> |
| 3.1. URESNIČEVANJE UČINKOVITOSTI FUNKCIJE NADZORA V SLOVENIJI.....                        | 18        |
| 3.1.1. <i>Nadzor korporacij v Sloveniji in novele zakona o gospodarskih družbah</i> ..... | 18        |
| 3.1.2. <i>Funkcija nadzora v dvotirnem sistemu</i> .....                                  | 19        |
| 3.1.3. <i>Funkcija nadzora v enotirnem sistemu</i> .....                                  | 20        |
| 3.2. VZPOSTAVITEV UČINKOVITEJŠE FUNKCIJE NADZORA.....                                     | 21        |
| 3.3. RAZISKAVA ZDRUŽENJA NADZORNIKOV SLOVENIJE .....                                      | 23        |
| <b>SKLEP</b> .....  | <b>24</b> |
| <b>LITERATURA IN VIRI</b> .....   | <b>25</b> |
| <b>KAZALO TABEL</b>   |           |
| Tabela 1: Tržni sistem korporacijskega upravljanja in sistem velikih delničarjev .....    | 5         |
| Tabela 2: Investicijska politika/Informacijska asimetrija .....                           | 5         |
| <b>KAZALO SLIK</b>  |           |
| Slika 1: Struktura primarnih in sekundarnih udeležencev .....                             | 4         |
| Slika 2: Razmerje agent - principal .....   | 10        |
| Slika 3: Matrika osnovnih funkcij nadzornega odbora .....                                 | 18        |
| Slika 4: Dvotirni sistem upravljanja.....   | 20        |

|  |    |
|--|----|
| Slika 5: Enotirni sistem upravljanja ..... | 20 |
|--|----|

## UVOD

Učinkovito in dobro korporacijsko upravljanje krepi gospodarstvo kot celoto. Poleg tega pa je tudi orodje za celosten družbenoekonomski razvoj. Pozitivni učinki dobrega korporacijskega upravljanja se kažejo v funkcioniranju strukture korporacijskega upravljanja tako na notranji ravni kot tudi zunanji. Med notranjo strukturo korporacijskega upravljanja štejemo delničarje, odbor in menedžment, medtem ko med zunanje strukture korporacijskega upravljanja uvrščamo zainteresirane udeležence, kot so na primer kreditodajalci, dobavitelji, upniki.

Korporacijsko upravljanje je zato široko in kompleksno področje. Mnogo razprav in raziskav (La Porta, Schleifer, Vishny & Lepoez-de-Silanes, 1998), še posebno v obdobju ekonomske krize, je umerjenih k vprašanju vpliva sistemov korporacijskega upravljanja na ekonomsko učinkovitost korporacije v pogledu njene učinkovitosti za delničarje. Pomembna tematika korporacijskega upravljanja, katera se dandanes tudi vse več izpostavlja je, kako zagotoviti nadzor in odgovornost posameznikov in organov znotraj posamezne korporacije z mehanizmi, ki zmanjšujejo ali odpravljajo problem »principal-agent«.

Za dolgoročno uspešnost poslovanja korporacij skrbijo menedžerji, zato potrebujemo učinkovite mehanizme in sisteme korporacijskega upravljanja, ki zagotavljajo prave spodbude za učinkovito delovanje menedžerjev in nadzornih mehanizmov. Zahteva po ustreznem nadzoru je pogojena s strukturo lastništva oziroma imetnikov deležev. Lastniška struktura vpliva na alokacijsko učinkovitost in s tem zmanjšanje ali povečanje transakcijskih stroškov, ki nastajajo v okviru delovanja družbe. Učinkovit mehanizem je tisti, ki minimizira stroške ločitve lastništva in upravljanja.

Prvi del zaključne strokovne naloge razlaga oziroma opredeljuje pojem korporacijskega upravljanja v splošnem pomenu, kaj korporacijsko upravljanje sploh je. Nato poskuša odgovoriti na vprašanje ali sploh obstaja optimalen sistem korporacijskega upravljanja in nazadnje zaključí poglavje z ponujenimi možnostmi za spremembe za izboljšanje korporacijskega upravljanja v Sloveniji.

V drugem delu opiše razmerje med agentom in principalom ter opredeli tri glavne probleme tega razmerja. Naposled poskuša analizirati vodenje in obvladovanje družb, koristi in stroške ločitev lastništva in upravljanja ter opisuje mehanizme, ki minimizirajo stroške ločitve lastništva in upravljanja, predvsem zaradi povečevanja učinkovitosti gospodarskih družb in blaginje gospodarstva kot celote.

Zaključna strokovna naloga v zadnjem delu opredeli enotirni in dvotirni sistem korporacijskega upravljanja. Katere se prednosti in slabosti tako enega kot drugega, kakšni so vplivi obeh na učinkovito korporacijsko upravljanje. Slednje prikazuje skozi primer Slovenije. Naloga se zaključuje s poglavjem »vzpostavitev učinkovitejšega nadzora« in raziskavo Združenja nadzornikov Slovenije, katera skuša pokazati, da se tudi Slovenija počasi usmerja k boljšemu in učinkovitejšemu enotirnemu korporacijskem upravljanju.

Namen zaključne strokovne naloge je analizirati korporacijsko upravljanje v Sloveniji in posledično ugotoviti učinkovitost funkcije nadzora. Naloga želi na podlagi razmerja »principal-agent« pokazati, kako pomembna je vzpostavitev učinkovitih mehanizmov, ki zmanjšujejo transakcijske stroške in posledično privedejo do maksimiziranja vrednosti družbe ter k večji družbeni blaginji celotnega gospodarstva. Cilj zaključne strokovne naloge je tudi primerjati enotirni in dvotirni sistem korporacijskega upravljanja. Z raziskavo Združenja Nadzornikov Slovenije skušam potrditi hipotezo, da je enotirni sistem učinkovitejši ter da je v prihodnosti mogoče pričakovati še večjo implementacijo le tega v slovenskih družbah.

## 1 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE

### 1.1. Pojem in pomen izraza korporacijsko upravljanje

Izraz *korporacijsko upravljanje* vključuje pojem korporacija in pravni pojem upravljanje. Upravljanje korporacije je treba ločevati od pojmov vodenje, nadzorovanje in obvladovanje korporacije. *Vodenje* korporacije razumemo kot izvajanje tekočih operativnih aktivnosti in poslov, ki se izvajajo za korporacijo kot pravno osebo v okviru njene poslovne sposobnosti za opravljanje dejavnosti. Aktivnosti, ki predstavljajo vodenje korporacije, opravlja menedžment družbe. Pod *nadzor* korporacije štejemo aktivnosti, ki nadzirajo temeljne usmeritve in namene delovanja korporacije, kot jih določajo lastniki korporacij. *Obvladovanje* korporacije je širši pojem od upravljanja in predstavlja izvajanje kontrolne oblasti nad delniško družbo, tako da se organi korporacije obnašajo v skladu z voljo tistega, ki korporacijo obvladuje. Obvladujejo pa jo lastniki, delničarji, posamezen organ upravljanja, deležnik, trg – kot zunanji mehanizem korporacijskega upravljanja (Djokić, 2011, str. 24-25).

Korporacijsko upravljanje v osnovi zajema sistem mehanizmov, s katerimi si vlagatelji zagotavljajo nadzor nad tistimi, ki upravljajo z njihovimi finančnimi sredstvi (Shleifer & Vishny, 1997). Širše opredelimo korporacijsko upravljanje kot sklop mehanizmov, ki uravnavajo medsebojna razmerja med tistimi, ki upravljajo s sredstvi korporacij, in tistimi, ki ta sredstva, finančna ali nefinančna, prispevajo (OECD Principles of Corporate Governance, 1999, str. 7). Gre torej za celoten sklop institucij, mehanizmov in pravil, na podlagi katerih se zmanjšuje nasprotje interesov med različnimi deležniki in znotraj posameznih skupin deležnikov podjetja (Blair, 1995).

S povečevanjem pomena znanja in inovacij ter človeškega kapitala za razvoj in konkurenčnost podjetij opredelitev korporacijskega upravljanja pridobiva nove razsežnosti. Osnovno vodilo korporacijskega upravljanja je zagotoviti rast in dolgoročni obstoj podjetja, njegovo integriteto. V tem okviru se tako spreminjata tudi opredelitev »mej« podjetja in pogled na vlogo različnih deležnikov v podjetju. Njihov pomen za obstoj podjetja na dolgi rok narekuje tudi njihovo vlogo pri upravljanju in nadzoru podjetja (Zingales, 1997). Glede na slednje je ustrezen sistem korporacijskega upravljanja nedvomno pomemben v gospodarskih družbah. Razširjen pogled na podjetje vse bolj poudarja družbeno odgovornost podjetja in v okviru te o teoriji deležnikov. Naloga uprav naj bi bila iskanje ravnotežja med interesi različnih skupin deležnikov in tega posledično pretvoriti v pozitiven neto izid. Gre za stanje, v

katerem nobena izmed različnih interesnih skupin deležnikov ne more povečati svoje koristnosti, ne da bi s tem tvegala večjega zmanjšanja koristnosti zaradi odstopa preostalih deležnikov (Debeljak & Gregorič, 2004).

## **1.2. Korporacijske informacije in njihov pomen**

OECD je na področju korporacijskega upravljanja sprejel posebna načela, ki opredeljujejo vsebino korporacijskih informacij, ki naj se razkrijejo (OECD Principles of Corporate Governance, 1999, str. 3). Kot korporacijske informacije razumemo tiste informacije, ki razkrivajo:

- finančne in operativne rezultate korporacije,
- kapitalsko strukturo korporacije in glasovalne pravice delničarjev,
- upravljavske strukture korporacije in njihove politike,
- člane odbora oziroma ključni menedžment in tudi njihove prejemke,
- predvidene dejavnike tveganja korporacije,
- premoženjska vprašanja, ki zadevajo delavce in druge zainteresirane udeležence,
- cilje korporacije, vključno s politikami, ki se nanašajo na poslovno etiko.

Razkritje in preglednost informacij korporacij postajata metodi za zagotavljanje učinkovitosti korporacijskega upravljanja zaradi vsebine in pomena teh informacij za delničarje, investitorje, zainteresirane udeležence in organe upravljanja korporacije. Razkrivanje korporacij in njihova posledična preglednost povečujeta učinkovitost v obeh sistemih korporacijskega upravljanja – modelu deležnikov in modelu razpršenih lastnikov (Djokić, 2011, str. 221).

Uporabnikom je tako treba zagotoviti pošten, pravočasen in stroškovno učinkovit pristop do korporacijskih informacij. Razmejitev pristojnosti med delničarji, menedžmentom in odborom je pomembna za oceno učinkovitosti korporacijskega upravljanja družbe. Potencialna nasprotja interesov lahko vplivajo na konkretne presoje in odločitve menedžmenta (Djokić, 2011, str. 30).

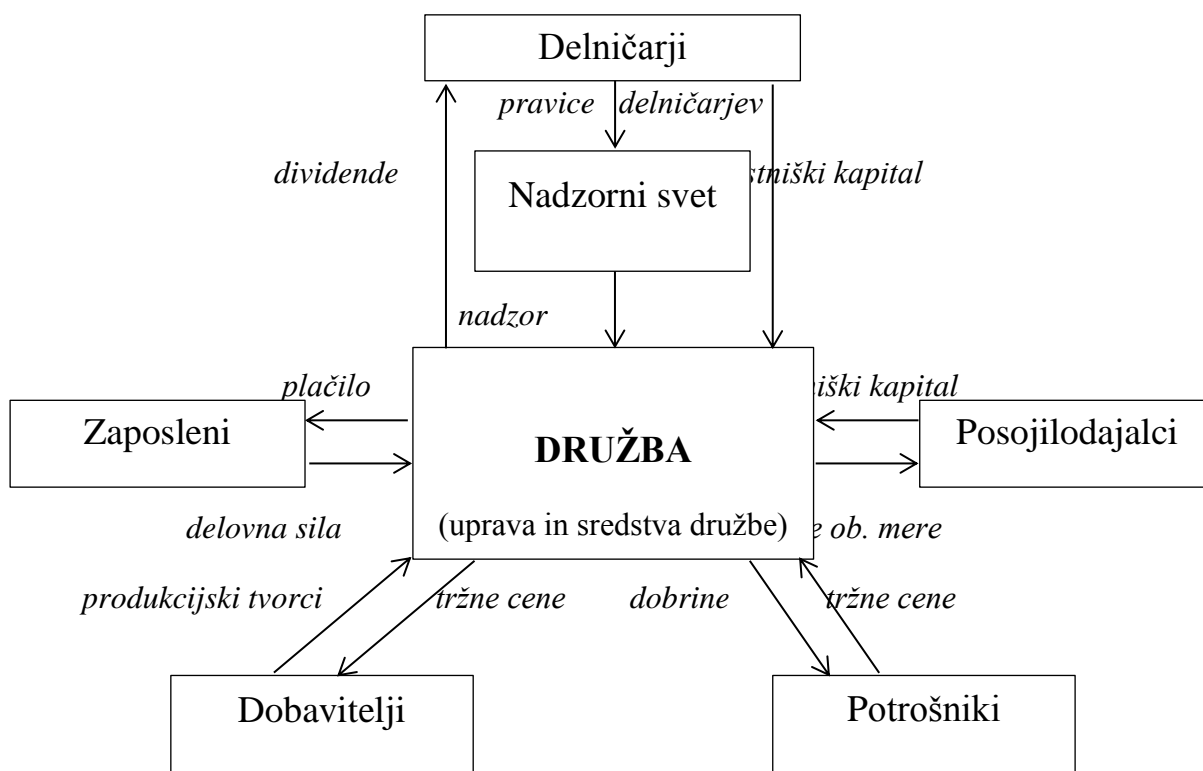
## **1.3. Udeleženci korporacijskega upravljanja**

Pri obravnavanju korporacijskega upravljanja je treba upoštevati, da obstajajo različni korporacijski interesi, povezani s poslovanjem, organizacijskim delovanjem in cilji korporacije. Z vidika tako dolgoročnega obstoja korporacije in njene učinkovitosti se opozarja zlasti na soodvisnost in pomen uresničevanja učinkovitosti delovanja korporacije (Djokić, 2011, str. 30). Učinkovitost korporacijskega sektorja se ne ocenjuje in meri izključno z vidika treh temeljnih (notranjih) skupin udeležencev korporacije, tj. investitorjev (lastnikov) oziroma delničarjev, menedžmenta in odbora (Gregorič, 2003).

Formalna struktura vodenja in obvladovanja družb je primarno razdeljena med tri skupine udeležencev – lastnike oziroma delničarje, upravo in nadzorni svet (primarna struktura

vodenja in upravljanja; Zajc, 2004, str. 41). V sekundarno strukturo vodenja in obvladovanja štejemo zunanje skupine udeležencev in institucij (interesni udeleženci), ki sodelujejo pri vodenju in upravljanju družb. Sem spadajo kreditorji oziroma posojilodajalci, posamezni trgi (npr. finančni trg) in nadzorne institucije (npr. Urad za varstvo konkurence), ki imajo stik z družbami (Klein & Coffee, 1996). Spodnja slika nazorno prikazuje obe strukturi udeležencev vodenja in upravljanja družb.

Slika 1: *Struktura primarnih in sekundarnih udeležencev*



Vir: M. Blair, *Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, 1995.

#### 1.4. Pomen nadzora za učinkovito korporacijsko upravljanje

Djokić (2011, str. 87) razlaga, da je korporacijsko upravljanje lahko učinkovito in dobro le, če lahko zagotavlja dolgoročen obstoj korporacije ob ustreznem nadzoru korporacije in likvidnem trgu vrednostnih papirjev. Prava mera razpršenosti lastništva korporacije lahko zagotovi potrebno likvidnost trgov, doseganje pozitivnih poslovnih rezultatov korporacije z aktivnostjo menedžerjev in ustreznim nadzorom nad delovanjem menedžmenta. Za razvoj učinkovitega korporacijskega upravljanja je pomembno, da odbor in menedžment razvijata model upravljanja v smeri, ki zagotavlja vrednost udeležencem korporacijskega upravljanja. Korporacije morajo razviti standarde poslovanja, vedenja in obnašanja za člane odbora in menedžment tako, da spodbujajo tako odgovorne kot etične odločitve. Za obstoj korporacije je pomemben njen odnos do poštenosti, etičnosti in neoporečnosti posameznikov (Hopt & Leyens, 2004, str. 23). Nadzorna funkcija kot temeljna odgovornost in pristojnost nadzornih



članov obsega nadzor nad vodenjem poslov ter posebej odpravljanje tveganj, ki jih prinaša nasprotje interesov. Da je lahko izpolnjena ta odgovornost, mora biti odbor sposoben sprejemati in izvrševati objektivne in neodvisne odločitve (Bohinc, 2007, str. 1454).

Nadzor korporacije kot delniške družbe se lahko izvaja v okviru enega organa (upravni odbor) ali pa je nadziranje poverjeno posebnemu organu, imenovan nadzorni svet. V prvem primeru govorimo o enotirnem sistemu korporacijskega upravljanja, v drugem primeru pa o dvotirnem sistemu korporacijskega upravljanja (Djokić, 2011, str. 33).

### 1.5. Ali obstaja optimalen sistem korporacijskega upravljanja?

Iz Tabele 1 in 2 je razvidno, da v splošnem korporacijski sistem upravljanja delimo na tržno usmerjeni sistem in sistem velikih delničarjev. V tržnem sistemu nevarnost prevzema trg. Osnove mehanizme nadzora nad upravo predstavljajo neodvisni člani upravnega odbora in nadzornega sveta. V sistemu velikih delničarjev pa osnovni mehanizem nadziranja preko glasovalnih pravic ključnih delničarjev zagotavlja sorazmernost med motivacijo in pravicami za poseganje v nadzor in odločanje v družbi. Vsak sistem ima svoje prednosti in slabosti (Gregorič & Zajc, 2009, str. 97-98).

Tabela 1: *Tržni sistem korporacijskega upravljanja in sistem velikih delničarjev*

|                                    | <b>Tržni sistem</b> | <b>Sistem velikih delničarjev</b> |
|------------------------------------|---------------------|-----------------------------------|
| <b>Nadzor s strani delničarjev</b> | minus               | plus                              |
| <b>Razpršenost</b>                 | plus                | minus                             |
| <b>Likvidnost</b>                  | plus                | minus                             |
| <b>Pravne pravice delničarjev</b>  | plus                | minus                             |
| <b>Trg kapitala</b>                | plus                | minus                             |

*Vir: W. Bratton & A. McCahery, Corporate Governance Regimes, 2002, str. 29.*

Tabela 2: *Investicijska politika/Informacijska asimetrija*

|                                  | <b>Tržni sistem</b> | <b>Sistem velikih delničarjev</b> |
|----------------------------------|---------------------|-----------------------------------|
| <b>Kratkoročna usmerjenost</b>   | minus               | plus                              |
| <b>Orientiranost delničarjev</b> | plus                | minus                             |
| <b>Dolgoročna usmerjenost</b>    | minus               | plus                              |
| <b>Potencial rasti</b>           | plus                | minus                             |
| <b>Informiranost delničarjev</b> | minus               | plus                              |
| <b>Objektivnost delničarjev</b>  | plus                | minus                             |

*Vir: W. Bratton & A. McCahery, Corporate Governance Regimes, 2002, str. 29.*

Koncentracija lastništva in aktivnejša vloga delničarjev pri upravljanju vplivata na dolgoročnejši interes delničarjev v podjetju, posledično pa tudi na določene investicije podjetja (na primer vlaganje v zaposlene, znanje in inovacije). Za razvoj in rast podjetja na dolgi rok pa ne zadoščata zgolj koncentracija lastništva in aktivnejša vloga lastnikov. Številne empirične študije (Shleifer & Vishny, 1997; Berglof & Claessens, 2004) ugotavljajo, da je pomembno kdo je lastnik in kakšni so njegovi interesi v podjetju. Slednje kar je pomembno

je, da v korporaciji obstajajo mehanizmi, ki omejujejo okoriščanje predvsem velikih delničarjev na svoj račun in s tem preprečijo škodo drugih delničarjev, zaposlenih in družbe same. Teoretične in empirične študije (Bratton & McCahery, 2002; Shleifer & Vishny, 1998) potrjujejo, da je lahko ena od omejitev vzpostavljena že s samo lastniško strukturo. Z vzpostavitvijo dveh do treh večjih lastnikov, kateri imajo razmeroma enakovreden, manjšinski delež se v zaprtih delniških družbah nadzoruje okoriščanje z osebnimi koristmi, to pa pozitivno vpliva na vrednost družbe. Visoka koncentracija lastništva vpliva tudi na zmanjšanje svobode upravnih odborov, njihovo motivacijo za delo in učinkovito odločanje (Bolton & Von Thadden, 1998; Burkat, Gromb & Panunzi, 1997).

V družbah z razpršenim lastništvom prihaja to tehtanja med koristmi večje razpršenosti (likvidnosti delnic) in kontrole. Optimalna lastniška struktura v teh podjetjih naj bi bila struktura, v kateri ima en večji delničar ravno toliko lastniških pravic, da mu že zagotavljajo določeno kontrolo nad poslovanjem podjetja, preostale delnice pa so razpršene z namenom pridobivanja čim višjih koristi zaradi večje likvidnosti delnic (Bolton et al, 1998, str. 15). Brez ustrezne likvidnosti se vsak trud velikega delničarja teže izrazi v vrednosti delnic, s tem se posledično zmanjšuje motivacija za nadzor in aktivno poseganje ključnih lastnikov v upravljanje podjetja (Becht, Bolton & Roel, 2002).

Bolton in Von Thadden (1998) navajata, da naj bi od 10 do 20 odstotni lastniški delež že zadoščal za izvajanje kontrole. Delež, ki ga posamezni delničar potrebuje za učinkovit nadzor, je odvisen tudi od institucionalnega okolja – pravic delničarjev in njihovega uveljavljanja v praksi. Na drugi strani pa teoretični modeli (Burkat et al, 1997) poudarjajo, da se z večanjem lastništva največjega delničarja večajo tudi stroški, ki jih ta lastnik nosi zaradi lastnega okoriščanja (neučinkovitost izrabljanja osebnih koristi kontrole). Večji lastniški delež pomeni manjše okoriščanje z osebnimi koristmi kontrole in višjo vrednost delnic podjetja.

Trenutne empirične analize (Bratton & McCahery, 2002) še ne kažejo na to, da bi bil tržno usmerjen sistem učinkovitejši od sistema velikih delničarjev. Vsak izmed obeh sistemov je utemeljen s prednostmi in slabostmi, ki jih prinašajo različni mehanizmi korporacijskega upravljanja: med koncentracijo lastništva in likvidnostjo, med nadzorom in iniciativo vodilnih, med iskanjem osebnih koristi kontrole ter uresničevanjem koristi delničarjev (Bratton et al, 2002, str. 45). Na učinkovitost izbranega sistema korporacijskega upravljanja vpliva več dejavnikov. Mednje štejemo institucionalno in ekonomsko okolje, v katerem podjetje posluje, panoga, težavnosti izvajanja nadzora, pravice menedžerjev itd. (North & Douglas, 2007). Optimalen sistem korporacijskega upravljanja, to je stopnja koncentracije glasovalnih pravic, sestava organov upravljanja, odnosi med organi v družbi, uporaba različnih institutov zaščite pred prevzemi, naj bi bil podjetjem endogen. To pomeni, da naj bi bil rezultat odločitev ustanoviteljev gospodarskih družb. Ustanovitelji sami najbolj vedo, kako doseči najvišjo ceno delnic podjetja na borzi oziroma pri nadaljnji prodaji le teh. Zaradi asimetrije informacij so ustanovitelji tisti, ki imajo tudi največ informacij in s tem tudi tisti, ki lahko te informacije zagotovijo z najnižjimi stroški (Pagano & Roel, 1998). Tudi stopnja koncentracije lastništva naj bi bila tako rezultat podjetju lastnih značilnosti (tveganost poslovanja, konkurenčnost na trgu, potencialne koristi nadzora itd.) in delovanja lastništvu

nadomestnih mehanizmov korporacijskega upravljanja in, če naj bi bila optimalna, naj ne bi vplivala na učinkovitost poslovanja podjetja (Demsetz & Lehn, 1985, str. 1158). V praksi je predpostavka o »optimalnosti« lastniške strukture in kombinacije različnih mehanizmov, ki oblikujejo upravljanje in nadzor v družbah težko uresničljiva, ker bi le ta zahtevala nenehno prilagajanje družb različnim eksternalijam in spremembam v institucionalnem okolju. Podjetja imajo posamezne skupne značilnosti, na podlagi katerih sisteme korporacijskega upravljanja razvrščamo v tržni sistem in sistem velikih delničarjev.

Smiselno je torej oblikovati določena priporočila in pravila, ki informirajo družbe o prednostih in slabostih posameznih institutov korporacijskega upravljanja in jih usmerjajo k bolj optimalnejšemu odločanju. Omejitve (politični pritiski, pritiski različnih interesnih skupin, onemogočanje sprememb zakonodaje itd.), ki preprečujejo prosto delovanje mehanizmov korporacijskega upravljanja v praksi, je nujno potrebno odpraviti (Gregorič & Zajc, 2009, str. 100).

Do prerazporeditve lastništva prihaja tudi v slovenski družbah, zlasti v zadnjem času. Podobno kot v drugih srednje in vzhodnoevropskih državah tudi pri nas v večini družb poteka pospešena koncentracija lastništva (in nadzora) (Gregorič & Zajc, 2009). Lastništvo se po večini koncentrira v nefinančnih podjetjih in finančnih holdingov, delež lastništva zaposlenih se zmanjšuje, po večini v prid vodstev podjetij in domačih nefinančnih podjetij. Posredno lastništvo države v podjetjih je še naprej veliko (Rojec & Kušar, 2005), koncentracija lastništva je pogosto izraz težnje posameznih lastnikov po prevladi nad drugimi ključnimi delničarji v posamezni družbi (Brezigar, Gregorič & Zajc, 2005), nagrajevanje vodilnih je pretežno še vedno odsev velikosti družb in »socialnega konsenza (Slapničar, 2005). Empirične študije (Knežević & Pahor, 2004) sicer nakazujejo na določeno mero učinkovitosti nadzornih svetov pri zamenjavah vodilnih zaradi neuspešnega poslovanja družb, bi številne »politično obarvane« zamenjave v zadnjem času težko označili kot učinkovite. Da bi bili vodilni ustrezno motivirani, je potrebno zagotoviti pravno in ekonomsko varnost ter ustrezne nagrade za uspešno vodenje. Glede na visok delež prenosov lastništva zunaj borze in domnevni nepravilnosti pri prodaji državnega premoženja v preteklosti sta potrebna bolj učinkovita regulacija in nadzor teh prenosov v praksi (Gregorič & Zajc, 2009, str. 100).

## **1.6. Kje so možnosti za spremembe v Sloveniji?**

Sistem upravljanja posamezne družbe je specifičen glede na posamezno državo in njeno institucionalno okolje, glede na vrsto investicij, panogo, itd. Ne glede na to na podlagi teorije, empiričnih ugotovitev in izkušenj drugih držav Gregorič in Zajc (2009, str. 101-104) navajata naslednje ugotovitve oziroma priporočila za izboljšanje korporacijskega upravljanja v Sloveniji:

- Ureditev primerne *institucionalnega okolja* in *vladavine prava*, saj brez tega še tako dober sistem korporacijskega upravljanja ne more biti učinkovit, ker pomanjkljivosti v

institucionalnem okolju onemogočajo dejansko delovanje mehanizmov korporacijskega upravljanja v praksi.

- Nujno je treba preprečiti vsakršne omejitve ter vpliv posameznih političnih in nepolitičnih lobijev na **spreminjanje lastniške strukture** v slovenskih družbah. Če tega ne preprečimo, prenosi lastništva ne bodo usmerjeni v optimizacijo vrednosti družb in socialnih koristi, temveč zgolj v povečevanje ekonomskih koristi posameznikov.
- V primeru **koncentracije lastništva** je potreba po koncentraciji manjša ob boljši zaščiti malih delničarjev, večji transparentnosti, uvrstitvi podjetja na borzo, itd. S povečano transparentnostjo poslovanja družb, interesov in delovanja njenih lastnikov ter vzpostavitvijo učinkovitih mehanizmov nagrajevanja vodilnih družbe lahko omejijo apetite po izkoriščanju osebnih koristi kontrole.
- Ureditev in razkritje delovanja **institucionalnih investitorjev** v slovenskih gospodarskih družbah ter njihov odnos do njim lastnih in drugih malih delničarjev. V nasprotnem primeru je malo verjetno, da bodo takšni vlagatelji dejansko tudi pripomogli k uveljavljanju dobre prakse korporacijskega upravljanja v slovenskih gospodarskih družbah in k učinkovitosti trgov.
- **Nagrajevanje menedžerjev** naj bo oprto na ustrezna pravila, ki določajo oziroma omejujejo trgovanje z menedžerskimi lastniškimi deleži .
- Vzpostavljanje **mehanizmov obrambe pred prevzemi**. Vsi obrambni mehanizmi naj bodo izključno domena skupščine delničarjev. Pozitivni učinki so večji ob neodvisnih upravah, ki učinkovito uporabljajo zaščitne mehanizme z namenom zvišanja prevzemnih premij (Becht et al, 2002).
- Izvajanje **družbeno odgovornega poslovanja** podjetja v pravem pomenu. Torej, da to ne pomeni, da so podjetja dobrodelne ustanove, katerih osnovni namen je delovati v družbeno dobro. Družbeno odgovoren pomeni iskati načine, s katerimi lahko povečamo dodano vrednost posameznih deležnikov v podjetju, ne da bi pri tem zniževali vrednost drugih skupin deležnikov. Vsako vlaganje sredstev in truda v deležniške odnose, na katerih temelji konkurenčna prednost podjetja, je torej koristna za vse, ki kakorkoli soustvarjajo in si posledično delijo vrednost podjetja (Debeljak&Gregorič, 2004).
- Ureditev **bančne zakonodaje** in regulacije, konkurenčnost trga bančnih storitev ter upravljanje in nadzora bank. Disciplinska vloga dolga ne prinese zelenih učinkov v primeru neučinkovitosti sodstva in pomanjkljivega upravljanja in poslovanja bančnih institucij.
- Vzpostavitev **učinkovitih institutov regulacije in nadzora ter preglednega poslovanja družb**, ki bo omogočal učinkovito uveljavljanje mehanizmov korporacijskega upravljanja v praksi.

## **2 VODENJE IN OBVLADOVANJE DRUŽB IN LOČITEV LASTNIŠTVA IN UPRAVLJANJA**

Poraja se vprašanje, zakaj sploh pride do ustanovitve gospodarskih družb, kaj je vodenje in obvladovanje družb oziroma kakšno upravljanje in obvladovanje družb je učinkovito (vključno z delitvijo upravljanja in lastništva) in torej prispeva k učinkoviti izpolnitvi obljube

subjektu, ki je investiral v pravno osebo, da mu bo le ta (oziroma njeni lastniki) izpolnila dano besedo (Gerželj & Zajc, 2004, str. 38).

Temeljni problem glede nastanka družb je opredelil že Coase (1937, 1960), ki je podal splošen odgovor: »Družba (tudi gospodarska) je ustanovljena takrat, kadar so stroški transakcij znotraj pravne osebe manjši od stroškov primerljivih oziroma enakih transakcij na trgu. Coasova teorija transakcijskih stroškov (1937) zastavlja enostavno vprašanje: »Zakaj podjetja sploh obstajajo?«. Ugotovil je da raba tržnega mehanizma povzroča stroške. Vsaka tržna transakcija zahteva od obeh strani menjave, da prevzameta stroške iskanja in informiranja. Razloge za obstoj podjetja gre iskati v alokaciji resursov, ki bi bili drugače porabljeni na temelju tržnih cen. Podjetje se izkaže za učinkovitejše od tržnega mehanizma, ko so transakcijski stroški (stroški iskanja, stroški pogajanj, stroški odločanja, stroški nadziranja in uveljavljanja pogodbenih določil) manjši kot pa na trgu. Coase še poudarja, da ob odsotnosti transakcijskih stroškov podjetja ne bi obstajala. Podjetja obstajajo samo, če so tržni transakcijski stroški pozitivni. Obstoj podjetij je torej pogojen z nepopolnostjo trga. V svetu z ničelnimi transakcijskimi stroški in dobro opredeljenimi lastninskimi pravicami popolna konkurenca privede do ponotranjenja eksternalij (Coase, 1960). Na podlagi teh dognanj pa v ekonomski teoriji prevladujeta dve razlagi družb. Prva se imenuje *lastninska teorija* družb (Hart & More, 1990). Druga pa družbo opisuje kot *skupek pogodb*, katerih podpisnica je na eni strani vedno družba, na drugi strani pa vedno različne pravne ali fizične osebe (Alchian & Demsetz, 1972).

## 2.1. Problem agent - principal

Kakor razlaga »lastninska« teorija družb imajo delničarji, če funkcijo upravljanja in obvladovanja družb prenesejo na upravo in nadzorni svet, preostale pravice, povezane z vodenjem in obvladovanjem družb (Grossman & Hart, 1996). Uprava (pa tudi nadzorni svet) ima specifične pravice glede vodenja družbe, torej tiste, ki so jih nanjo prenesli delničarji. V vsaki gospodarski družbi se tako srečamo z dvema delničarskima upravičenjema oziroma funkcijama. Ti dve funkciji sta funkcija prevzemanja poslovnega tveganja, katere nosilci so delničarji in funkcija upravljanja, katere nosilci so večinoma uprava in/ali nadzorni svet (Gerželj, 2002; Zajc, 2004 str. 43).

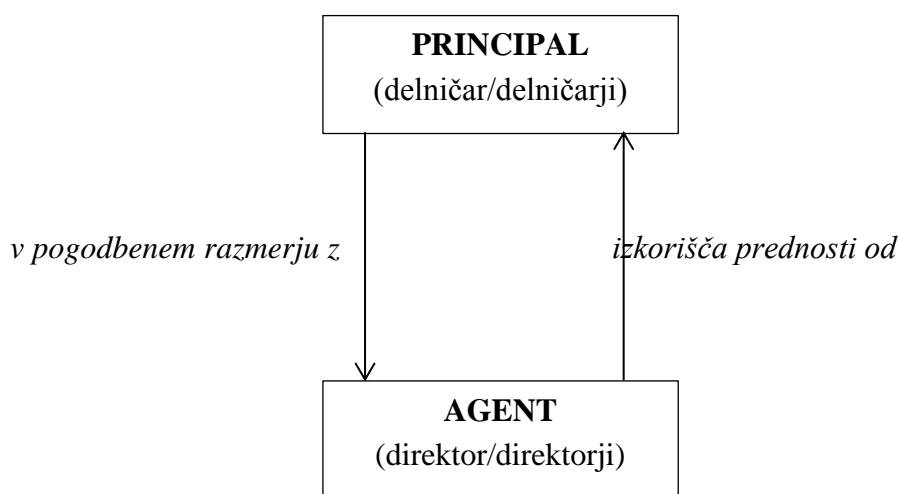
V ekonomski literaturi, ki se ukvarja z učinkovitostjo gospodarskih družb, je ločitev lastništva in upravljanja poudarjena predvsem zato, ker povzroča zastopniške stroške. Jensen (1976; 2000) je definiriral kot *zastopniške stroške* naslednje stroške:

- stroški sestavljanja pogodbe med principalom in agentom
- nadzor agenta s strani principala
- stroški zavez agenta
- rezidualna izguba zastopniškega razmerja oziroma izguba, katera nastane principalu, ker zastopniško razmerje ni optimalno.

V splošnem agentski problem nastane, ko je v razmerju agent – principal (slika 2), blagostanje principala odvisno od dejanj agenta. Problem se nahaja v motiviranju agenta, da le ta deluje v interesu principala in ne izključno v svojem interesu. Agent je o relevantnih dejstvih in okoliščinah posla navadno bolje informiran od principala in ima zato večjo spodbudo, da deluje oportunistično. Hansmann in Kraakman (2004, str. 21–22) izpostavljata tri glavne agentske probleme, kjer pride do nasprotij interesov med agentom in principalom:

- konflikt med lastniki družb in njenimi menedžerji (v tem primeru so lastniki principalali in menedžerji agenti),
- konflikt med lastniki, ki imajo večinski delež in manjšinskimi lastniki (večinski lastniki so agenti, manjšino pa predstavljajo principalali),
- konflikt med družbo samo in njenimi pogodbenimi strankami, katere so kreditodajalci, zaposleni, itd.

Slika 2: Razmerje agent - principal



Vir: B. Tricker, *Corporate Governance*, 2008, str. 219.

Problem agent – principal se pojavi v vseh situacijah, ko principal »pooblasti« agenta, da zanj nekaj opravi oziroma postori, in sicer zaradi tega, ker tako agent kot principal maksimirata svojo lastno koristnost oziroma zadovoljstvo, ki pa nista nujno istovetna (Zingales, 1998). V primeru gospodarskih družb je principal delničar, agent pa uprava in/ali nadzorni svet. Če ima principal vse informacije o agentu (v svetu popolnih informacij), se razmerje pogodbeno uredi, in sicer tako, da je učinkovito. Neučinkovitosti se pojavijo, ko ima agent informacije, za katere principal ne ve (Gerželj & Zajc, 2004, str. 43). Laffont & Martimort (2002) razlagata, da se te neučinkovitosti pojavijo v treh oblikah:

- **moralni hazard** (je situacija, ko agent dela stvari, za katere principal ne ve in jih ne more kontrolirati in ki tudi niso v njegovem interesu);

- **negativne selekcije** (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);
- **nepreverljivost informacij** (je situacija, v kateri imata tako agent kot principal sicer enake informacije, vendar so za tretje, na primer sodišče, nepreverljive).

V vseh treh situacijah pride do tega, da razmerje med principalom in agentom ni tako učinkovito, kakor bi bilo v svetu popolnih informacij. Da bi principal »prisilil« agenta, da deluje v principalovem interesu, je agenta treba motivirati na podlagi formalnih in neformalnih pravil ali institucij (na primer s pogodbo, z nadzorom). Lahko pa se zgodi, da je interesu agenta, da nekaj »žrtvuje«, tako da pokaže principalu, da bo deloval v interesu principala. V vsakem primeru bosta oba imela stroške zastopniškega razmerja, principal predvsem z nadzorom, agent pa s svojimi zavezami, oba skupaj pa z ureditvijo medsebojnega razmerja (Laffort & Martimort, 2002).

Obstoj agentskega problema oziroma nasprotja interesov med različnimi udeleženci pri delovanju gospodarskih družb je zgolj potreben, a ne tudi zadosten pogoj za nastanek mehanizmov korporacijskega upravljanja. Zaradi potrebe po usmerjanju in nadzoru agentov (uprave) v smeri interesov principalov (delničarjev) so se razvili mehanizmi, ki razporejajo in uveljavljajo nadzor v korporacijah. Le ti pa so pomembni zlasti zato, ker so pogodbe med agenti in principalami nepopolne in tako povzročajo visoke stroške sklepanja pogodb. Sistem korporacijskega upravljanja pa zagotavlja pravila, ki dopolnjujejo te pomanjkljivosti v pogodbah med menedžerji (agenti) in njihovimi principalami (delničarji) in mehanizme, prek katerih lastniki usmerjajo in nadzirajo delovanje agentov za maksimiranje vrednosti premoženja delničarjev oziroma družbe (Hart, 1995).

Cilj pravne ureditve zastopniškega razmerja, kot ga vidi ekonomska analiza prava, je, da je učinkovito, da so torej skupni stroški zastopniškega razmerja minimizirani glede na cilj. Ki si ga agent in principal postavi, oziroma da ima agent takšne spodbude in motivacije, da maksimira poleg svoje tudi blaginjo principala. V primeru gospodarskih družb je naloga agenta (uprave in/ali nadzornega sveta), da uresničuje cilje, ki mu jih postavijo delničarji kot njegovi principalami. Ker živimo v svetu nepopolnih informacij in ker informacijski problemi obstajajo tudi v gospodarskih družbah in jih je treba za učinkovito delovanje družbe zmanjšati ali odpraviti z različnimi mehanizmi, predstavljeni v nadaljevanju. Pred tem pa je potrebno navesti tako stroške kot koristi, povezani z ločitvijo lastništva in upravljanja (Gerželj & Zajc, 2004, str. 44).

## **2.2. Koristi in stroški ločitve lastništva in upravljanja**

### **2.2.1. Koristi ločitve**

Gospodarske družbe imajo kompleksno organizacijo, ki je potrebna zaradi velikosti in zaradi tega, ker je specifično znanje potrebno pri odločanju, na vseh stopnjah v sistemu vodenja družb razpršeno med več oseb. S prenosom posameznih pristojnosti vodenja osebam, ki so za

to usposobljene in imajo zato specifično znanje, je tako omogočena specializacija osebja. Kompleksnost organizacije in specializacija odločanja vzpostavljata hierarhično odločanje znotraj družbe same, zaradi česa posledično pride do ločitve lastništva in upravljanja (Williamson, 1985; Coase, 1937). K delitvi funkcij lastništva in upravljanja gospodarske družbe prispeva tudi ekonomija obsega v procesu upravljanja. Da bi bilo delovanje družbe učinkovito, naj delničarji ostanejo samo lastniki, vsakodnevno upravljanje pa naj se prepusti subjektom, ki je za to specializirano in v družbi nimajo lastniškega deleža. Tako je ločitev med lastništvom in upravljanjem element, ki vpliva na večjo učinkovitost družbe (Berle & Means, 1932). Učinkovitost družbe pa povečuje tudi učinkovito porazdeljeno tveganje v primeru razpršenega lastništva, kar pomeni, da tveganje nosijo delničarji, ki so ga sposobni nositi z minimalnimi stroški (Zajc, 2004, str. 45).

### **2.2.2. Stroški ločitve**

Kot stroške ločitve lastništva in upravljanja teorija obravnava predvsem tista dejanja agentov (upravi in/ali nadzornega sveta), ki ne maksimirajo blagostanja svojih principalov. Gerželj in Zajc (2004, str. 45) med tovrstna dejanja štejeta naslednje:

- pretirano izkoriščanje privilegijev uprave;
- priljubljeni projekti uprave, za katere ni mogoče najti ekonomskih razlogov z vidika maksimiziranja vrednosti družbe;
- razpršitev preseženega denarnega toka. Presežek naj bi bil izplačan lastnikom v obliki dividend, sicer se zmanjšuje vrednost družbe, koristi lastnikov pa se ne maksimizirajo.
- odpor proti statusnim spremembam, ker tako uprava in/ali nadzorni svet izgubita svojo pozicijo;
- interes uprave 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.

### **2.3. Mehanizmi minimiziranja stroškov ločitve lastništva in upravljanja**

Mehanizmi minimiziranja stroškov ločitve lastništva in upravljanja se pojavljajo v vseh gospodarstvih, kjer obstajajo gospodarske družbe. Nekateri so se razvili vzporedno z razvojem gospodarskih družb (npr. finančni trgi), drugi so se pojavili kot posledica potrebne ureditve razmerij med udeleženci vodenja in obvladovanja družb (npr. posamezna pravna pravila) (Gerželj & Zajc, 2004, str. 46). V nadaljevanju so predstavljeni mehanizmi, ki minimizirajo zastopniške stroške in tako pripomorejo k učinkovitemu vodenju in obvladovanju družb, posledično pa tudi k učinkovitemu poslovanju gospodarskih družb.

- ***Dolžnosti članov uprave in nadzornega sveta***

Slovenski Zakon o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 90/1993, v nadaljevanju ZGD) določa, da morajo uprava in nadzorni svet delovati samostojno, na lastno odgovornost in v dobro



družbe. ZGD narekuje upravi in nadzornemu svetu, da pri opravljanju svojih poslov, torej pri vodenju družbe, delujeta s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika. Stopnja skrbnosti se predvsem nanaša na proces sprejemanja odločitev. Oblikovalo pa se je tudi posebno pravilo, to je pravilo poslovne presoje, po katerem se presoja skrbnost uprave in/ali nadzornega sveta pri odločanju. Navedena pravila so se razvila z namenom zmanjšanja problema odnosa zastopnik – zastopani. Njihova naloga je poistovetiti cilje in interese uprave in /ali nadzornega sveta z interesi in cilji delničarjev. Odgovornost uprave in/ali nadzornega sveta se presoja kot obligacija prizadevanja in ne kot obligacija uspeha, saj je pomemben le proces, ki je pripeljal do njihove odločitve v določenih okoliščinah. Ali ta pripelje do ustreznega rezultata z vidika družbe, za odločitev o odgovornosti ni pomembno, predvideva pa se, da to zmanjšuje zastopniške stroške (Gerželj & Zajc, 2004, str. 47).

- ***Sistem nadzora***

Ekonomska funkcija vodenja in upravljanja nadzornega sveta je predvsem zmanjšanje transakcijskih stroškov. Če bi vsak delničar sam opravljal nadzor nad delovanjem uprave, bi bili ti stroški precej visoki. V primeru razpršenega lastništva, kjer lastniki nimajo interesa in niti niso usposobljeni za nadzor nad upravo, je veliko ceneje, da dodelijo pravico nadzora na nadzorni organ, kateri člani imajo specializirano znanje za opravljanje teh nalog. Naloga nadzornega sveta je nadziranje uprave v skladu s cilji družbe in v imenu delničarjev. Na ta način tako zmanjšujejo zastopniške stroške (Marks, 1999).

- ***Sistemi odločanja***

V procesu odločanja morajo biti natančno dodeljene pristojnosti udeležencev in šele nato se lahko vzpostavijo posamezni sistemi odločanja. V hierarhičnem sistemu, ki je eden od sistemov odločanja, izvaja nadrejeni dvojno kontrolo nad podrejenimi. Takšna organizacija nosilec funkcije odločanja otežuje, da bi delovali v lastno korist. Sama ločitev vodenja in nadzora ter hierarhija tako zmanjšujeta zastopniške stroške (Gerželj & Zajc, 2004, str. 48).

- ***Moč delničarjev***

Število delnic in vsebina delničarskih upravičenj dajeta moč posameznemu delničarju. Manj ko je lastništvo delnic razpršeno in več ko imajo delničarji upravičenj, »cenejši« je njihov nadzor nad delovanjem uprave in/ali nadzornega sveta. Delničar pridobi neposreden vpliv na vodenje družbe s pravnimi predpisi, lahko pa mu dobro razviti in likvidni finančni trgi omogočajo prodajo in nakup delnic. Istočasna prisotnost likvidnosti in kontrole v največji možni meri ni mogoča (Coffee, 1991). To je vidno predvsem v ZDA, kjer je prevladujoča organizacija gospodarskih družb takšna, da imajo mali delničarji omejeno sposobnost neposrednega vplivanja na vodenje, jim je pa zato zagotovljena skoraj popolna likvidnost delnic s pomočjo relativno stabilnih kapitalskih trgov. Delničarji pa lahko vplivajo na vodenje tudi s koncentracijo lastništva (Gerželj&Zajc, 2004, str. 48). Shleifer in Vishny (1997) sta postavila tezo, da je lastniška struktura družbe in likvidnost finančnih trgov odvisna od pravne zaščite delničarjev. Kjer je le ta zaščita močna, je razpršeno lastništvo lahko učinkovito. Kjer

pa je pravna zaščita nizka, pa razpršeno lastništvo ni optimalno, kar delničarji nadomestijo tako, da imajo prevladujoč položaj v družbi in na ta način zavarujejo svoje pravice (La Porta, 1998).

- ***Stečajno pravo***

Stečajno pravo oziroma širši pojem insolvenčnega prava opredelimo kot celoto pravnih pravil, ki urejajo vsebino pravnih razmerij, ki nastanejo, ko dolžnik zaide v finančne težave in je zato ogrožena njegova dolgoročna plačilna sposobnost ali pa je že postal plačilno nesposoben (Plavšak & Prelič, 2000). Poseben režim delovanja gospodarske družbe (predvsem z vidika vodenja družbe), ki je posledica pravnih insolvenčnega prava in pomeni pomembno zmanjšanje pristojnosti ali celo zamenjavo uprave, spodbuja upravo, da ravna v smeri uspešnega delovanja družbe. Le dokler obstaja nevarnost uporabe takšnega režima, je spodbuda v pomenu motivacije za učinkovito ravnanje uprave in/ali nadzornega sveta prisotna. Z vidika mehanizma zmanjševanja ločitve lastnine in upravljanja so pomembni predvsem učinki spodbujanja insolvenčnega prava (Gerželj & Zajc, 2004, str. 49).

- ***Sistemi nagrajevanja***

Sistemi nagrajevanja lahko veliko prispevajo k motiviranju uprave, tako da ravna v interesu delničarjev. S tem se izognejo problemu moralnega hazarda in posledično zmanjšujejo zastopniške stroške. Različni sistemi nagrajevanja različno prispevajo k temu cilju. Če na primer član uprave postane lastnik delnic družbe, bo imel tudi interes, da se premoženje družbe poveča, kar je posledica uspešnega delovanja družbe. Še boljša rešitev pa so po mnenju teorije možnosti, ki dajejo lastniku oziroma imetniku pravico, da po določenem času kupi delnico družbe po vnaprej določeni ceni ne glede na njeno trenutno ceno (Marks, 1999). Te opcije bolj motivirajo upravo, saj pomenijo plačilo le, če je cena delnic na borzi, ko jih unovčujejo, višja od odkupne cene, določene z opcijo, saj je v nasprotnem primeru vrednost opcije enaka nič (Borec, 2001).

- ***Kapitalska sestava***

Kapitalska sestava družbe oziroma razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom, je stvar vsake posamezne družbe. Interes uprave ni vedno, da bi presežne denarne tokove izplačevala v obliki dividend, kar bi bilo največkrat učinkovito z vidika družbe (Jensen, 1998). Z zadolževanjem se po drugi strani zaveže, da bo določeno vsoto denarnih presežkov izplačala v obliki anuitet. Imetniki teh dolžniških papirjev pa imajo pravico z izvršbo poseči v izplačilo anuitet ali zahtevati stečaj družbe, če uprava glede izplačevanja ne izpolnjuje svojih dolžnosti. Nevarnost potencialnega stečaja pa je dobra motivacija za upravo, da vodi družbo v smeri doseganja višje stopnje učinkovitosti in tako zadostnega presežka denarnih tokov, s katerimi bo izplačala upnike iz naslova dolžniških vrednostnih papirjev. Poudarek pa je na zadolževanju do točke, ko pridemo do optimalnega razmerja med lastniškim in dolžniškim kapitalom, kjer je tržna vrednost družbe maksimirana, mejni stroški dolga pa se izenačijo z njegovimi mejnimi koristmi (Gerželj & Zajc, 2004, str. 50).

- ***Koncentracija lastništva***

Koncentracija lastništva lahko znatno vpliva na zmanjševanje zastopniških stroškov. Delničarji imajo v tem primeru, ko je lastništvo koncentrirano, večje možnosti ter cenejši nadzor in vplivanje na upravo in/ali nadzorni svet, saj lahko za nadzor uporabljajo formalne poti (imenovanje nadzornega sveta in posledično uprave) ali neformalni nadzor. Poraja se vprašanje, kakšna koncentracija lastništva je optimalna za učinkovit nadzor. Če posamezni delničar ni tudi 100 odstotni lastnik delnic družbe, nosi vse stroške kontrole sam, koristi kontrole pa so razporejene na vse delničarje. V tem primeru posamezni delničar nima ekonomske motivacije za učinkovit nadzor vodenja družbe. Kontrola upravljanja tako ni optimalna (Gerželj & Zajc, 2004, str. 50).

- ***Kreditorska sestava***

Vpliv na upravljanje družbe imajo tudi kreditorji, le da imajo v primerjavi z velikimi delničarji drugačno pravno podlago za takšna dejanja. Družba se lahko zaveže, da lahko kreditorji v nekaterih primerih sodelujejo pri upravljanju oziroma nadzoru družbe. Kreditorji na ta način zmanjšajo negotovost glede tveganj svojih naložb, torej negotovost, da bo družba zmožna odplačati posojilo skupaj z obrestmi. Od poslovanja družbe in sodelovanja s kreditorji je odvisno tudi nadaljnje dajanje kreditov, zato je lahko vpliv kreditorjev na delo uprave in/ali nadzornega sveta velik in praviloma omogoča večjo učinkovitost ter produktivnost družbe z zmanjševanjem zastopniških stroškov (Gerželj & Zajc, 2004, str. 51).

- ***Kapitalski trg***

Trg vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov močno vplivajo na disciplino družb, katerih delnice kotirajo na borzi. Trgi torej disciplinirajo obnašanje vodstva družbe s tem, da se vrednost družbe odraža na trgu, trgi pa nizko ceno »kaznujejo« s povečano verjetnostjo prevzemov in posledično odstranitvijo vodstva (Marks, 1999).

- ***Trg menedžerskih storitev***

Kot za večino storitev se tudi za delo menedžerjev ustvari trg, kjer se na podlagi ponudbe in povpraševanja oblikuje njihova ravnotežna cena. Če trg oceni, da delujejo slabo, se menedžerjem cena zmanjša, in obratno. Cena je kazalec njihove kvalitete in vpliva na možnost njihove prihodnje zaposlitve in jih vzpodbuja, da čim bolj zmanjšujejo zastopniške stroške (Gerželj & Zajc, 2004, str. 51).

- ***Zunanji nadzorniki in regulatorji***

Pri vplivanju na optimalno poslovanje uprave in/ali nadzornega sveta imajo zunanji nadzorniki in regulatorji veliko vlogo, saj preverjajo, ali uprava in/ali nadzorni svet delujeta v interesu družbenikov in v skladu s cilji, ki jih posamezna družba in zakonodaja zasleduje in določa. Učinkovitejši kot so nadzorniki in regulatorji, manjši so stroški ločitve lastništva in upravljanja (Gerželj & Zajc, 2004, str. 51).

## 2.4. Kakšno je vodenje in obvladovanje družb v Sloveniji

Koncentracija lastništva v Sloveniji je relativno visoka, saj naj bi v povprečju veljalo, da približno 60 % glasov obvladuje 5 največjih lastnikov. V javnih družbah je ta nižja in napreduje relativno počasi zaradi tega, ker sta se poleg države oblikovali skupini notranjih in zunanjih lastnikov. Na podlagi teoretičnih spoznanj glede razpršenosti tveganj, lahko sklepamo, da v Sloveniji ni koristi od razpršitve tveganja, da ne potrebujemo specializacije menedžmenta, da družbe ne potrebujejo specifičnih sredstev ali pa so zastopniški stroški precej visoki (Zajc, 2004, str. 31). Institucionalni indikatorji o Sloveniji v primerjavi z drugimi državami, ki kažejo med drugim tudi na velikost agentskega problema, lahko povzamemo, da je struktura lastništva lahko tudi posledica malega obsega in kvalitete delničarskih pravic in/ali njihove slabe pravne zaščite oziroma neučinkovitosti pravnih institucij (Pistor, 2000). Vprašanje pa je, ali je koncentracija lastništva odziv na slabše pravno stanje ali odziv na ekonomsko stanje. Katere institucije in zakonodajne spremembe bodo v Sloveniji najbolj potrebne, da bi struktura vodenja in upravljanja podjetij postala in ostala učinkovita, bo potrebna nadaljnja analiza. Potrebno je pripomniti, da je ravno model privatizacije v veliki meri vplival na sedanjo delničarsko strukturo (Zajc, 2004, str. 31). Vendar je že Coase (1960) je pokazal, da v kolikor se ugotovi, da delničarska struktura ni optimalna, je potrebno preko pravnih pravil in učinkovitosti zaščite pravic in učinkovitosti pravnih institucij zmanjšati transakcijske stroške na finančnih trgih na način, da preko menjave pride do optimalne delničarske strukture. S tem pa dosežemo alokacijsko učinkovitost.

Empirični podatki (Bohinc, 2001; Simoneti, Boehm, Damijan, Majcen, Rems & Rojec, 2001; Gregorič, Prašnikar & Ribnikar, 2000) kažejo, da sta se v Sloveniji oblikovali homogeni skupini notranjih in zunanjih lastnikov, pomembno vlogo pa si je ustvarila tudi država. Notranje lastništvo ima v primerjavi z zunanjim lastništvom prednost v zmanjševanju stroškov agentskega problema ter pri zmanjšanju oportunističnega obnašanja delavcev in menedžerjev. Po drugi strani pa empirični podatki kažejo, da so družbe, kjer so delavci delničarji, učinkovite le v primerih, ko so interesi delavcev izredno homogeni in poistoveteni z interesi zunanjih delničarjev (Hansmann, 1996). V Sloveniji je veliko notranjega lastništva, kar se povezuje s tem, da so v istih družbah tudi druge vrste delničarjev. Teorija zagovarja, da je mešanje notranjega, zunanjega in državnega lastništva učinkovito samo v primeru, ko ima večina delničarjev več ali manj homogene interese. Kolikor jih nima, so stroški odločanja visoki (Zajc, 2004, str. 31). Porajajo se dvomi, da so interesi notranjih lastnikov enaki kot interesi zunanjih lastnikov. Na negotovost vpliva dejstvo, da korporacijska zakonodaja v Sloveniji nima jasno zastavljenega cilja, ki naj bi ga gospodarske družbe zasledovale (Zajc, 2004, str. 32; Petrič, 1999). Ker cilj družb ni jasen, tudi nadzorni svet in uprava nimata jasnega mandata. Na zmanjšanje transparentnosti pa vpliva dejstvo, da je država precej velik delničar, ki zasleduje poleg finančnih ciljev tudi politične cilje (Mueller, 1989). V Sloveniji torej ni jasno, koliko oziroma če notranje lastništvo v kombinaciji z ostalim lastništvom prispeva k blagostanju gospodarstva kot celote ter koliko zmanjšuje neučinkovitost. Hansmann (1996) pravi, da je notranje lastništvo učinkovito takrat, ko so si delničarji kot

delavci podobni po lastnostih, imajo enak status in opravljajo enako vrsto dela. Ali slovenske družbe, v katerih so notranji lastniki prevladujoči lastniki, zadovoljujejo predstavljene kriterije, pa je predmet nadaljnjih raziskav (Zajc, 2004, str. 32). Empirični podatki tudi kažejo, obseg in kvaliteta pravic, stopnja njihovega varovanja in učinkovitost pravnih institucij sicer v Sloveniji dokaj visoka, če jo primerjamo z ostalimi tranzicijskimi državami, še vedno pa nizka, če jo primerjamo z razvitimi državami (Pistor, 2000; Dyck 2001).

Iz navedenega lahko povzamemo, da ni važno koliko in kakšne pravice imajo delničarji, ampak je pomembno to, kako so le te zavarovane ter kakšne so ostale pravne institucije v družbi. Potrebna je podrobna analiza tako obsega in kvalitete pravic kot učinkovitosti varovanja in razvoja pravnih institucij, da bi povečali učinkovitost vodenja in upravljanja družb in posledično slovenskega blagostanja (Zajc, 2004, str. 32).

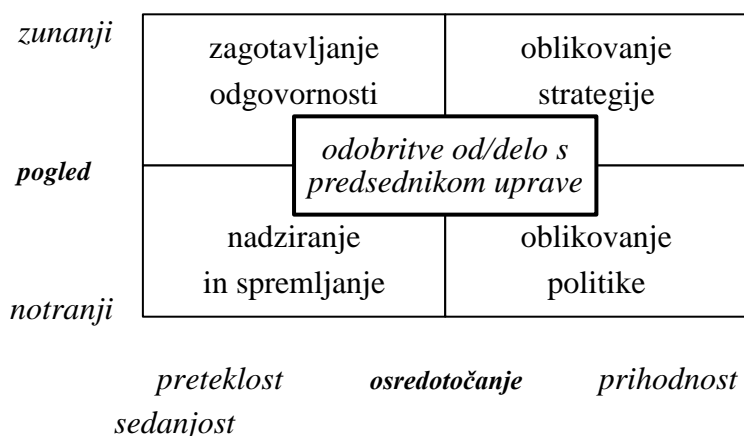
### **3 ENOTIRNOST OZIROMA DVOTIRNOST ORGANOV ODLOČANJA V GOSPODARSKI DRUŽBI**

Vsaka gospodarska družba ima svoj sistem vodenja in upravljanja. Poznana sta predvsem enotirni in dvotirni sistem korporacijskega upravljanja. Značilnost enotirnega sistema upravljanja je delovanje upravnega in nadzornega dela v enem samem organu in to je upravni odbor. Osnovna ideja tega sistema je tesnejša povezava nadzornega in upravnega dela upravljanja družbe, kar naj bi posledično pripeljalo do večjega sodelovanja med njimi, večjega in aktivnejšega prenosa informacij ter kakovostnejšega dela organa družbe. Neizvršni direktorji praviloma skrbijo za interese delničarjev in vršijo nadzorno funkcijo nad delom izvršnih direktorjev, slednji pa praviloma sprejemajo poslovne odločitve v korist vseh delničarjev in v korist družbe. Pri družbah z dvotirnim sistemom sta organa vodenja ali nadzora uprava in nadzorni svet (Kerčmar, Tratar & Boltin, 2006, str. 278).

Razlike obeh sistemov najdemo predvsem v stopnji koncentracije lastniških in glasovalnih pravic, razvitosti trgov kapitala, vlogi bančnih kreditov pri financiranju podjetij, identiteti velikih lastnikov itd. Razloge za razlikovanje teh dveh sistemov gre iskati v različnem pravnem varstvu upnikov in delničarjev (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1998). Družbe z dvotirnim sistemom imajo šibkejšo pravno zaščito zunanjih investitorjev, medtem ko imajo družbe enotirnega sistema najvišjo stopnjo varstva pravic zunanjih investitorjev (tako upnikov kot delničarjev). In to je temelj obeh sistemov, ki lahko še kako prispeva k učinkovitemu sistemu vodenja in obvladovanja družb in posledično tudi k razvijanju in pospeševanju učinkovitosti celotnega gospodarstva (Kovač, 2004, str. 78).

Za boljšo predstavljenost, katere so osnovne funkcije nadzornih odborov prikazuje *slika 3* na naslednji strani (Tricker, str. 121).

Slika 3: Matrika osnovnih funkcij nadzornega odbora



Vir: B. Tricker, *Corporate Governance*, str. 121.

### 3.1. Uresničevanje učinkovitosti funkcije nadzora v Sloveniji

Učinkovito korporacijsko upravljanje ni odvisno le od zapisanih norm in standardov, pač pa predvsem od njegovega izvajanja v praksi. Glede na to se lahko vprašamo, kakšno raven korporacijskega upravljanja smo dosegli v Sloveniji. Vpliv ekonomske krize na upad poslovnih rezultatov se kaže povsod po svetu, razkriva pa tudi poslovne prakse posameznih družb, predvsem njihovih vodilnih organov. Kot poslovodne organe v tem pogledu štejemo organe vodenja in zastopanja ter organe nadzora, pri čemer je treba ločiti med posameznimi značilnostmi enotirnega in dvotirnega sistema upravljanja. v sistemu korporacijskega upravljanja, kjer uprava bolj ali manj samostojno in na svojo odgovornost vodi družbo, se postavlja vprašanje vpliva nadzornih organov na poslovanje družbe (Djokić, 2011, str. 205).

V številnih mednarodnih organizacijah in institucijah, ki so na podlagi praks izoblikovale priporočila in usmeritve za učinkovit sistem korporativnega upravljanja, je že nekaj časa predmet obravnave razmerja znotraj sestave poslovodstva družb. Tudi razmere v Sloveniji kažejo potrebe po usmeritvah k učinkovitejšemu notranjemu nadzoru poslovanja. Postavlja se vprašanje o moči vpliva organov nadzora na vodenje in samo poslovanje družbe (Knez, 2009).

#### 3.1.1. Nadzor korporacij v Sloveniji in novele zakona o gospodarskih družbah

Ena najpomembnejših novosti z vidika razvoja evropskega prava družb je prav ureditev upravljanja korporacij, ki omogoča alternativno izbiro enotirnega ali dvotirnega sistema. V slovenski pravni red je bil enotirni sistem upravljanja gospodarskih družb formalno uveden v letu 2006 z novelo Zakona o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 42/2006; v nadaljevanju ZGD-1). ZGD-1 uvaja za delniške družbe možnost izbire med enotirnim in dvotirnim sistemom upravljanja. Odločitev o enotirnem ali dvotirnem sistemu upravljanja je prepuščena družbi, ki mora izbrano strukturo upravljanja določiti v statutu. Skupna značilnost teh določb v ZGD-1 je njihova precejšnja dispozitivnost, saj zakon v velikih primerih dopušča, da statut

družbe posamezna vprašanja uredi drugače. Temu sledi ureditev uprave in nadzornega sveta v dvotirnem sistemu. Pomembna novost pa predstavljajo določbe o upravnem odboru, s katerim se celovito ureja enotirni sistem upravljanja v delniških družbah. V zakonu upravni odbor vodi družbo in je tudi odgovoren za samo vodenje, hkrati pa nadzoruje njihovo izvajanje. Zakon sledi enoviti in čim bolj popolnejši ureditvi obeh sistemov (Kerčmar et al., 2006, str. 279).

Temeljne značilnosti ZGD-1 v zvezi z delovanjem nadzornikov v Sloveniji po veljavni ureditvi so prikazane po zakonu in zadevajo:

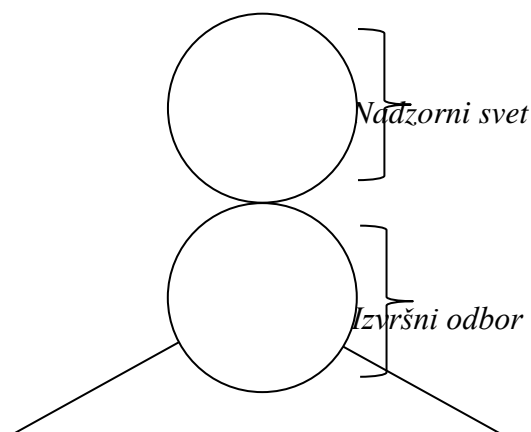
- izbiro sistema upravljanja,
- pristojnosti nadzornega sveta,
- odločanje o prejemkih nadzornega sveta in prejemki nadzornega sveta.

Večina korporacij v Sloveniji uporablja dvotirni sistem upravljanja in so zato upoštevana določila ZGD-1, ki obravnavajo nadzorni svet kot organ nadzora v Sloveniji.

### **3.1.2. Funkcija nadzora v dvotirnem sistemu**

Slovenski model vodenja in obvladovanja družb je primer dvotirnega sistema. Organ, ki vodi in upravlja družbo je uprava. Poleg uprave sta še dva organa, nadzorni svet in skupščina. Uprava in skupščina sta obvezna, nadzorni svet pa je pogojno obvezen (261. člen ZGD). Poleg vodenja družbe so pristojnosti in funkcije uprave še predstavljanje in zastopanje družbe (248. člen ZGD). Drugi organ odločanja v dvotirnem sistemu je nadzorni svet. Pristojnosti nadzornega sveta so nadzor vodenja poslov družbe, lahko skliče skupščino in zastopa družbo proti članom uprave (274. člen ZGD). Nadzorni svet naj bi bil tisti organ, ki skrbi za interese družbe. Na podlagi tega kdo imenuje in odpokliče nadzorni svet se poraja vprašanje čigave interese zastopa oziroma predstavlja nadzorni svet. Praviloma naj bi skupne interese družbe razumeli kot interes ekonomske celote z namenom doseganja lastnih ciljev, ki se ločujejo od ciljev posameznih deležnikov družbe. To lahko privede do situacije, ko se namesto uresničevanja skupnih interesov družbe skuša zadovoljiti le kratkoročne interese posameznih skupin. Velik vpliv znotraj nadzornega sveta imajo tudi zaposleni v družbi, kadar jim zakon ali statut dovoljuje imeti v nadzornem svetu svoje člane. Pojavi se nasprotje interesov med lastniki kapitala in zaposlenimi, saj prvi zasledujejo svoj cilj po čim večjem dobičku, zaposleni pa po višjih plačah in ugodnih delovnih razmerah (Zajc, 1999).

Slika 4: Dvotirni sistem upravljanja



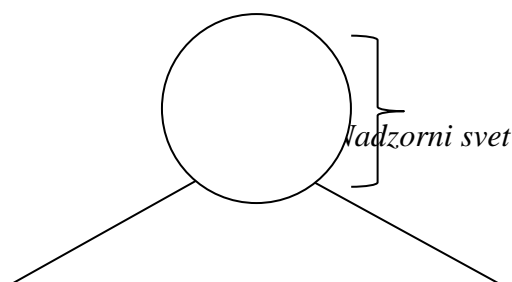
Vir: B. Tricker, *Corporate Governance*, 2008, str. 64.

### 3.1.3. Funkcija nadzora v enotirnem sistemu

Podobno vlogo kot nadzorni svet, v enotirnem sistemu upravlja tako imenovani neizvršni direktorji. Značilnost enotirnega sistema je predvsem ta, da skupščina voli upravni odbor, ki združuje funkcijo vodenja in nadzora. Upravni odbor lahko med svojimi člani, redkeje pa tudi med zunanjimi osebami, imenuje izvršne direktorje ter jim podeli naloge vodenja in zastopanja družbe. Preostali člani upravnega odbora pa opravljajo nadzorstveno funkcijo, ki je podobna vlogi nadzornega sveta (Knez, 2009).

Praksa vodenja in upravljanja družbe kaže na učinkovitejši enotirni sistem, ko ima posamezna družba večinskega delničarja. V tem primeru ima združitev poslovnega in nadzornega organa določeno prednost, saj pravega nasprotja interesov med delničarji in upravo ni. Združitev organov pomeni učinkovitejše in bolj prožnejše sprejemanje pomembnih odločitev, lahko pa obenem pomeni zmanjšan nadzor nad poslovanjem družbe. V enotirnem sistemu je lahko več možnosti za uveljavljanje posameznih interesov lastnikov, ker je ločnica med izvršnimi in neizvršnimi direktorji nekoliko manj izrazita, kot je stroga ločenost med člani uprave in nadzornega sveta. Naloge neizvršnih direktorjev v primeru enotirnega sistema korporacijskega upravljanja po ZGD-1 so smiselno enake nalogam nadzornih svetov, pri čemer morajo izvršni direktorji upoštevati navodila in omejitve, ki jim jih postavljata upravni odbor in skupščina (neizvršni direktorji) (Knez, 2009).

Slika 5: Enotirni sistem upravljanja



Vir: B. Tricker, *Corporate Governance*, 2008, str. 62.



### 3.2. Vzpostavitev učinkovitejše funkcije nadzora

Oba sistema, tako enotirni kot dvotirni sta si v svojem bistvu izjemno podobna. svetovni trendi kažejo na čedalje večje zблиževanje institucij obeh sistemov in na njuno čedalje večjo podobnost. Zastavlja se vprašanje, kako do vzpostavitve učinkovitejšega sistema vodenja in obvladovanja družb. Odgovor na to vprašanje se skriva v aktivnejši vlogi nadzora nad upravo. Nadzorni svet ne bi smel svojega dela opravljati tako formalno, zgolj zaradi potrebe po zadoščanju zakonskim pogojem in zahtevam. Številčno prevelik nadzorni svet, pomanjkanje njegove neodvisnosti, sodelovanje predstavnikov, zaposlenih v samem nadzornem svetu in nasprotje interesov med organi odločajo v družbah so problemi, ki znatno vplivajo na učinkovitost funkcije nadzora (Kovač, 2004, str. 72).

- *Sodelovanje zaposlenih v nadzornem svetu in konflikt interesov znotraj nadzornega sveta*

Zakoni, ki urejajo sodelovanje zaposlenih v organih odločanja v družbi predpisujejo predstavništvo zaposlenih v nadzornem svetu. Če takšno predstavništvo le tem daje zadostno moč in vpliv na odločitve družbe, potem lahko zaposleni s pomočjo svojih predstavnikov v nadzornem svetu usmerijo dobiček v svoje roke. Ta moč jim daje možnost, da se lahko upirajo pomembnim odločitvam o nujnem prestrukturiranju družb (na podlagi katerih bi bila ogrožena njihova delovna mesta), uveljavljajo svoje interese in podobno. Spet se pojavi vprašanje, če lahko zaradi konflikta interesov znotraj nadzornega sveta, med predstavniki zaposlenih in predstavniki delničarjev, pride do zmanjšanja dobičkov, ki bi jih družba ustvarila, če teh nasprotij ne bi bilo (Kovač, 2004, str. 73).

Poleg investitorjev, ki zagotavljajo kapital, predstavljajo zaposleni (tisti, ki zagotavljajo delovno silo) drugo pomembno skupino interesnih udeležencev. Zaposleni igrajo pomembno vlogo v sistemu vodenja in obvladovanja družb. Sedeži zaposlenih v nadzornem svetu družbe dejansko omogočajo izvajanje njihove moči v nasprotju z interesi delničarjev, to pomeni, da le ti spreminjajo stvarne cilje družbe. Delavci na podlagi te moči tudi uspevajo preusmeriti dobiček firme v svoje roke, hkrati pa uspevajo zaščititi svoje interese z vplivanjem na vodenje same družbe. Vse to vodi v nujen konflikt med delavci in delničarji, ki naposled tudi negativno vpliva na učinkovitost sistema korporacijskega upravljanja in končno tudi na poslovne rezultate družbe (Schmid & Gorton, 2000). Zaradi tega negativnega učinka predstavništva zaposlenih v nadzornem svetu lahko delničarji začnejo vplivati na proces sprejemanja odločitev s spreminjanjem kapitalske strukture družbe in nadalje lahko vežejo nagajevanje članov uprave na uspešnost poslovanja družbe (Hart, 1995; Chang, 1992). S pomočjo takšnega ukrepa lahko delničarji prisilijo upravo k bolj učinkovitemu delovanju, ki tako nevtralizira želje in delovanje delavcev. Sredstva družbe, v primeru predstavništva zaposlenih, drugače vodena in da se zmanjšujejo tudi delniški odnosi. Sistematično tveganje za družbo raste, saj se zaposleni neposredno upirajo v prestrukturiranje družbe (Schmid & Gorton, 2000).

- ***Sestava organov odločanja***

Neodvisnost nadzornega sveta je eden izmed ključnih, bistvenih pogojev za učinkovito opravljanje njegove nadzorne funkcije, ki naj vzpostavi in zagotovi učinkovit sistem vodenja in obvladovanja. Sam vpliv neodvisnih članov nadzornega sveta na gospodarsko uspešnost družbe empirično ni dokazljiv (Bhagat & Black, 2000). Ima pa objava imenovanja zunanjih, neodvisnih članov nadzornega sveta empirično dokazljiv vpliv na povečanje cene delnic (Rosenstein & Wyatt, 1990). Zunanji, neodvisni člani nadzornega sveta bodo pripomogli k dviganju zaupanja pri potencialnih investitorjih, kar bi med drugim omogočilo tudi večje zunanje financiranje projektov družbe (Jensen & Meckling, 1976).

Uprava, ki jo imenuje nadzorni svet, je tista, ki vodi vsakodnevne posle družbe in je s tem tudi odgovorna za gospodarske rezultate družbe. Zato je še kako pomembno, da so ta imenovanja tudi neko zagotovilo za doseganje dobrih poslovnih rezultatov. Imenovanja na podlagi sorodstvenih vezi, imenovanja različnih »kvazi« strokovnjakov in oseb s političnim vplivom v upravo družbe lahko povzroči neprecenljive izgube poslovnih priložnosti (Claessens, Djankov & Lang, 1999).

- ***Velikost organov odločanja***

Nadzorni sveti naj ne bodo preveliki po številu članov, saj so veliki nadzorni sveti po mnenju teorije, manj učinkoviti kot majhni (Jensen, 1993). Nadzorni sveti lahko zaradi prevelikega števila njegovih članov postanejo zgolj simbolični liki in s tem v manjši meri del procesa upravljanja. Slednje lahko privede do neutemeljenih povečevanj lastnih izplačil, nagrad ob hkrati slabih poslovnih rezultatih in podobno. Negativna povezava med velikostjo nadzornega sveta in denarno vrednostjo družbe ter predpostavljajanja udeležencev na trgu, da manjši nadzorni sveti bolje opravljajo svoje delo kot pa ga veliki, prav tako napeljujeta k imenovanju manjšega števila članov nadzornega sveta (Yermack, 1996; Wu, 2000).

- ***Navzkrižne povezave organov odločanja***

Navzkrižne povezave nadzornih svetov in uprav različnih družb pomeni, da predsednik uprave ene družbe zavzema mesto v nadzornem svetu druge, predsednik uprave te druge družbe pa zavzema mesto v nadzornem svetu prve. Te navzkrižne povezave lahko vodijo k zamegljevanju odnosov med družbami, potencira se nedopustno obnašanje, ravnanje s strani takšnih medsebojno povezanih članov uprav in nadzornih svetov (Hallock, 1999).

V slovenski ureditvi ZGD prepoveduje, da bi bila lahko oseba, ki je že član uprave, tudi član nadzornega sveta te iste družbe, prav tako ne more biti član nadzornega sveta tudi oseba, ki je že član nadzornega sveta v petih drugih družbah, ki je član uprave od družbe odvisne družbe ali ki je član uprave druge kapitalske družbe (263. Člen ZGD). Vendar omejitev na največ pet članstev v nadzornih svetih ne onemogoča navzkrižnih povezav, tako škodljivih za učinkovit sistem vodenja in obvladovanja družb, na dolgi rok pa tudi tako škodljivih za uspešen razvoj nacionalnega gospodarstva (Claessens et al., 1999). Prav neustrezna lastniška struktura v Sloveniji (razpršeno lastništvo in nelikvidnost trga kapitala) je tista »krivec«, ki omogoča te,

za učinkovitost vodenja in obvladovanja družb tako škodljive navzkrižne povezave organov odločanja. Nadzor zunanjih lastnikov je zaradi razpršenega lastništva razmeroma šibak, članstvo v nadzornem svetu družb pa je mogoče pridobiti že z majhnim lastniškim deležem, kar pa daje prosto pot medsebojnim navzkrižnim odnosom (Pahor, Ferligoj & Prašnikar, 2000). Zaradi takšnih razmer v Sloveniji je posledično onemogočena optimalna struktura nadzornih svetov (onemogoča neodvisnost nadzornih svetov), v povezavi z njo pa tudi člansko prevelike nadzorne svete (Kovač, 2004, str. 77).

### **3.3. Raziskava združenja nadzornikov Slovenije**

V letu 2011 je v Sloveniji po evidenci Združenja nadzornikov Slovenije (v nadaljevanju ZNS) enotirni sistem uporabljalo 44 delniških družb. Raziskava ZNS je pokazala, da so se za enotirni sistem korporacijskega upravljanja odločali delničarji družb, ki so bile v težavah in v družbah s konsolidiranim lastništvom oziroma v odvisnih družbah v stoddostni lasti obvladujoče družbe. Po raziskavi naj bi bil enotirni sistem upravljanja zanje v praksi bolj učinkovit od dvotirnega sistema, saj omogoča večjo stopnjo prilagodljivosti sistema poslovanju ali posebnostim družbe. Ne samo da so družbe, ki so dvotirni sistem upravljanja spremenile v enotirni povečale učinkovitost upravljanja podjetij, dosegle so tudi aktivnejši nadzor in močnejši vpliv delničarjev. Kljub temu, da so se družbe ob uvedbi enotirnega sistema srečevale s težavami, ki izvirajo iz skope normativne urejenosti tega sistema (na primer problemi z vpisi v sodni register zaradi nejasnih določil o zastopanju, nejasne razdelitve pristojnosti med organi družbe), vse družbe ugotavljajo, da je za njihovo delovanje in upravljanje bolj učinkovit kot dvotirni sistem. Kot glavno prednost sistema prepoznavajo, da je sprejemanje poslovnih odločitev hitrejše. (Raziskava o delovanju enotirnega sistema upravljanja v praksi, Združenje nadzornikov Slovenije, 2011).

## SKLEP

Zaključna strokovna naloga nam pomaga razumeti vzvode in načine korporacijskega upravljanja, ki vodijo do pozitivnih učinkov upravljanja in zagotavljajo želene rezultate. Razmišljanje in delovanje v smeri dobrega in učinkovitega korporacijskega upravljanja mora dozoreti kot spoznanje v družbi. Še več, postati mora vrednota vseh udeležencev vodenja in obvladovanja družbe, ker le tako lahko zagotavlja rast in razvoj korporacije na dolgi rok. Gospodarske družbe z dobro prakso korporacijskega upravljanja v povprečju dosegajo višje donose, investicije v te družbe so manj tvegane za vlagatelje, posledično pa raste tudi zaupanje le teh v take družbe. Glede na to velja v prihodnosti razmišljati tudi o tem, v kolikšni meri in kje ohranjati lastniško strukturo (koncentracija lastništva ali razpršeno lastništvo) družbe kot korporacije, ki je usmerjena v odpiranje javnosti in investitorjem.

Korporacijsko upravljanje je sklop različnih mehanizmov, ki se razlikujejo glede na specifičnosti posamezne gospodarske družbe in tudi od institucionalnega okolja, v katerem družba deluje. »Optimalen« sistem korporacijskega upravljanja naj bi nastal kot rezultat odločitev lastnikov družbe. Da bi dosegli to »optimalnost« je potrebno vzpostaviti učinkovite mehanizme upravljanja in nadzorne mehanizme, ki odpravljajo nasprotja interesov in motivacije med nosilci poslovnega tveganja (delničarji) in nosilci funkcije upravljanja (upravni in/ali nadzorni svet). Izvajanje funkcije nadzora je vse kompleksnejše in dražje. Dejstvo je, da vsi postopki, ki spremljajo izvajanje razkritja in preglednosti korporacijskih informacij, povečujejo stroške nadzora v družbi. Prav ločitev lastništva in upravljanja med delničarje in upravo in/ali nadzorni svet je eden od ključnih dejavnikov, ki vplivajo na stroške delovanja družbe, s tem da prinaša družbi tudi koristi, saj se drugače ta ločitev sploh ne bi pojavila. Zato je še tako pomembno določiti pravila in institucije, ki minimizirajo te stroške.

Gospodarske družbe poznajo več različnih sistemov korporacijskega upravljanja. Najbolj pa sta poznana enotirni in dvotirni sistem. Oba sistema sta si v svojem bistvu zelo podobna, velikost transakcijskih stroškov pa njuna bistvena razlika, saj je enotirni sistem iz te perspektive učinkovitejši. Svetovni trendi, ki težijo k minimizaciji teh transakcijskih stroškov in posledičnemu reguliranju problema »agenta-principala«, kažejo na čedalje večje zблиževanje institucij obeh sistemov in na njuno čedalje večjo podobnost. V ospredje se postavlja vprašanje, kako vzpostaviti učinkovitejši sistem vodenja in obvladovanja.

## LITERATURA IN VIRI

1. Alchian, A., & Demsetz, W. R. (1972). Production, Information Costs and Economic Organization. *American Economic Review*, 62.
2. Becht, M., Bolton, P., & Roel, A. (2002). Corporate governance and control. ECGI Working Paper Series in Finance (2).
3. Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
4. Berglof, E., & Claessens, S. (2004). *Corporate Governance and Enforcement*. World Bank Policy Research Working Paper 3409.
5. Bhagat, S., & Black, B. (2000). Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Working Paper*. Colorado: University of Colorado.
6. Blair, M. (1995). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first century*. Washington D.C.: The Brookings Institutions.
7. Bohinc, R. (2001). *Korporacijsko upravljanje: ZDA, Evropa, Slovenija*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
8. Bolton, P., & Von Thadden, E. L. (1998). Blocks, Liquidity and Corporate Control. *Journal of Finance*, 53, 1-25.
9. Borec, Č. (2001). *Davčni vidik udeležbe članov uprave in nadzornega sveta pri dobičku delniške družbe* (diplomska naloga). Ljubljana: Pravna fakulteta.
10. Bratton, W. W., & McCahery, A. (2002). Comparative Corporate Governance and Barriers to Global Cross Reference. V McCahery, A., Moerland, P., Raajmakers, T., & Reeneboog, L., *Corporate Governance Regimes* (str. 23-56). US: Oxford University Press.
11. Brezigar, A., Gregorič, A., & Zajc, K. (2005). Power Struggle: Cooperation or Competition? V *Postprivatization Ownership Changes in Slovenian Corporations*. Ljubljana: EALE.
12. Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm. *Journal of Economics*, 112, 693-728.
13. Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, str. 4.
14. Coase, R. (1960). The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, str. 3.
15. Chang, C. (1992). Capital Structure as an Optimal Contract Between Employees and Investors. *Journal of Finance*, 47, 1141-1158.
16. Debeljak, Ž., & Gregorič, A. (2004). Ekonomski model družbene odgovornosti podjetja. V Prašnikar, J. (ur.), *Razvojnoraziskovalna dejavnost ter inovacije, konkurenčnost in družbena odgovornost podjetij*. Ljubljana: Časnik Finance.
17. Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
18. Djokić, D. (2011). *Korporacijsko upravljanje in nadzor delniških družb: Slovenija, Evropa, svet: dobre prakse, usmeritve, priporočila, odgovornosti*. Ljubljana: Uradni list RS.
19. Dyck, I. J. A. (2000). Ownership Structure, Legal Protections and Corporate Governance. *Annual World Bank Conference on Development Economics*.

20. Gerželj, G. (2002). *Medsebojna odvisnost nadzornega sveta, uprave in delničarjev pri vodenju in obvladovanju gospodarskih družb* (diplomsko delo). Ljubljana: Pravna fakulteta.
21. Gerželj, G., & Zajc, K. (2004). Vodenje in obvladovanje družb in ločitev lastništva in upravljanja. V *Corporate governance v Sloveniji: pravnoekonomske analize* (str. 37-54). Ljubljana: Pravna fakulteta.
22. Gorton, G., & Schmid, F. (2000). Class Struggle Inside the Firm: A study of German Codetermination. V *National Bureau of Economic Research Working Paper 7945*. Philadelphia: University of Pennsylvania.
23. Gregorič, A. (2003). *Corporate Governance in Slovenia: An International Perspective*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
24. Gregorič, A., Prašnikar, J., & Ribnikar, I. (2000). Vladojanje v Slovenskih podjetjih – primerjava s podjetji v razvitih državah. V Prašnikar, J. (ur.), *Internacionalizacija slovenskega podjetja*. Ljubljana: Finance.
25. Gregorič, A., & Zajc, K. (2009). Kako do dobrega korporacijskega upravljanja. V K. Zajc (ur.), *Ekonomska analiza prava v Sloveniji* (str. 93-105). Ljubljana: Uradni list RS.
26. Hallock, K. (1999). *Dual Agency: corporate boards with reciprocally interlocking relationship*. Kluwer Academic Publishers.
27. Hansmann, H. (1996). *The Ownership of Enterprise*. Massachusetts: Harvard University Press.
28. Hansmann, H., & Kraakman, R. (2004). What is a corporate law? V *The anatomy of corporate law* (str. 1-20). US: Oxford University Press.
29. Hansmann, H., & Kraakman, R. (2004). Agency problems & legal strategies. V *The anatomy of corporate law* (str. 21-23). US: Oxford University Press.
30. Hart, O. (1995). Contracts and Financial Structure. V *Firms*. United Kingdom: Oxford Clarendon Press.
31. Hart, O. D., & Moore, J. (1990). Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*, 98.
32. Hopt, K., & Leyens, P. (2004). Board models in Europe: Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy, Hamburg. *ECGI Working paper*, 59, 23.
33. Jensen, M. (1998). Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1).
34. Jensen, M., & Meckling, W. (1976a). Theory and the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, str. 3.
35. Jensen, M., & Meckling, W. (1976b). Rights and Production Functions: An Application to Labour-Managed Firms and Codetermination. *Journal of Business*, 52, 469-506.
36. Kerčmar, S., Tratar, B., & Boltin, T. (2006). *Praktični komentar novega zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1)*. Lesce: Legat.
37. Klein, B., & Coffee, C. J. (1996). *Business organization and Finance: Legal and Economic Principles*. New York: The Foundation Press.
38. Knez, I. (2009, november). Med interesi družbe in interesi lastnikov. *Glas gospodarstva*. Najdeno 14. februarja 2014 na spletnem naslovu

[https://www.google.si/search?q=med+interesi+dru%C5%BEbe+in+interesi+lastnikov%2C+knez&rlz=1C1MDNE\\_slSI572SI572&oq=med+interesi+dru%C5%BEbe+in+interesi+lastnikov%2C+knez&aqs=chrome..69i57.26858j0j8&sourceid=chrome&espv=210&es\\_sm=93&ie=UTF-8](https://www.google.si/search?q=med+interesi+dru%C5%BEbe+in+interesi+lastnikov%2C+knez&rlz=1C1MDNE_slSI572SI572&oq=med+interesi+dru%C5%BEbe+in+interesi+lastnikov%2C+knez&aqs=chrome..69i57.26858j0j8&sourceid=chrome&espv=210&es_sm=93&ie=UTF-8)

39. Kovač, M. (2004). Enotirnost oziroma dvotirnost organov odločanja v gospodarski družbi. V *Corporate governance v Sloveniji*. Ljubljana: Pravna fakulteta.
40. Kovač, M. (2014). The existence of transaction costs as the rationale for maximum harmonization of the European common sales law. V *Maastricht journal of European and comparative law*, 20(4), 534-566.
41. Kovač, M., & Spruk, R. (2014). Institutional development, non-market transaction cost and economic growth: evidence from cross country investigation. *Utrecht University working paper*, 214.
42. Laffont, J. J., & Martimort, D. (2002). *The Theory of Incentives: The Principal-Agent Model*. Princeton: Princeton University Press.
43. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal Determinants and External Finance. *Journal of Finance*, 3.
44. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political economy*, 106.
45. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, R. (1999). Investor protection: Origins, Consequences, Reform. V *National Bureau of Economic Research, Working Paper 7428*. Chicago: University of Chicago.
46. Marks, S. (1999). The Separation of Ownership and Control. V Bougkart, B., De Geest, G., & Elgar, E. (ur.), *Encyclopedia of Law and Economics*. Massachusetts: Northampton.
47. Mueller, D. (1989). *Public Choice II*. Cambridge: Cambridge University Press.
48. North, C., & Douglas, A. W. (2007). *Institutions Institutional Change and Economics Performance (25th ed)*. Cambridge: Cambridge University Press.
49. OECD Principles of Corporate Governance. OECD, 1999.
50. Pistor, K. (1999). Co-determination in Germany: A Socio-Political Model with Government Externalities. V Blair, M., & Roe, M. (ur.), *Employees and Corporate Ownership*. Washington D. C.: Brooking Institution Press.
51. Pistor, K., Raiser, M., & Gelfer, S. (2000). Law and Finance in Transition Economies. *Economics of Transition*, 8.
52. Plavšak, N., & Prelič, S. (2000). *Zakon o prisilni poravnavi, stečajju in likvidaciji s komentarjem*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
53. Raziskava o delovanju enotirnega sistema upravljanja v praksi Združenja nadzornikov Slovenije (2011, november). *Kakšni so izzivi upravljanja družb z enotirnim sistemom?* Najdeno 10. februarja 2014 na spletnem naslovu [https://www.google.si/search?q=med+interesi+dru%C5%BEbe+in+interesi+lastnikov%2C+knez&rlz=1C1MDNE\\_slSI572SI572&oq=med+interesi+dru%C5%BEbe+in+interesi+lastnikov%2C+knez&aqs=chrome..69i57.26858j0j8&sourceid=chrome&espv=210&es\\_sm=93&ie=UTF-8#q=kak%C5%A1ni+so+izzivi+upravljanja+z+enotirnim+sistemom](https://www.google.si/search?q=med+interesi+dru%C5%BEbe+in+interesi+lastnikov%2C+knez&rlz=1C1MDNE_slSI572SI572&oq=med+interesi+dru%C5%BEbe+in+interesi+lastnikov%2C+knez&aqs=chrome..69i57.26858j0j8&sourceid=chrome&espv=210&es_sm=93&ie=UTF-8#q=kak%C5%A1ni+so+izzivi+upravljanja+z+enotirnim+sistemom)
54. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 9.

55. Simoneti, M., Boehm, A., Damijan, J. P., Majcen, B., Rems, M., & Rojec, M. (2001). *Spremembe v strukturi in koncentraciji lastništva ter poslovanje podjetij po razdelitveni privatizaciji v Sloveniji v razdobju 1995-99: Empirična in institucionalna analiza*. Ljubljana: CEEP. N.
56. Tricker, B. (2009). *Corporate Governance*. New York: Oxford University Press Inc.
57. Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: The Free Press.
58. Zajc, K. (2004). Vodenje in obvladovanje gospodarskih družb – pregled in slovenske razmere. V *Corporate governance v Sloveniji: pravnoekonomske analize* (str. 11-36). Ljubljana: Pravna fakulteta.
59. Zajc, K. (1999). Obvladovanje in vodenje družb (Corporate Governance) in nadzorni svet. *Podjetje in delo*, 5.
60. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 30/1993, 93/2002.
61. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). *Uradni list RS* št. 42/2006.
62. Zakon o gospodarskih družbah s komentarjem. *Uradni list RS* št. 93/2002.
63. Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju. *Uradni list RS* št. 42/1993, 56/2001.
64. Zingales, L. (1997). Corporate Governance. V *National Bureau of Economic Research, Working Paper 6309*. Chicago: University of Chicago.