

DRUŽBENA ODGOVORNOST KOT DEJAVNIK KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA PODJETIJ V SLOVENIJI

Social Responsibility as a Factor of Corporate Governance in Slovenia

1. Uvod

Sistemska teorija organizacije pojmuje organizacijo kot sistem, ki je sestavljen iz povezanih delov (podsistemov). Ti podsistemi imajo svoje cilje, ki pa so podrejeni ciljem celote. Sistem je ločen, a povezan z okoljem ter tako odprt. Uravnotežena povezava med podjetjem kot obliko organizacije združbe in poslovnim okoljem je tako eden izmed potrebnih dejavnikov doseganja konkurenčne prednosti. Ne nazadnje podjetje vse vire črpa iz poslovnega okolja in jih pretvarja v poslovnem procesu v poslovne učinke. Na velik pomen povezave med konkurenčno prednostjo in družbeno odgovornostjo podjetij opozarjata tudi Porter in Kramer (2006), ki poudarjata, da je družbeno odgovorno poslovanje tako postalo neizbežna prioriteta menedžerjev v vsaki državi. Družbeno odgovornost podjetij lahko, v najširšem smislu, definiramo kot dolžnost sprejemanja takšnih poslovnih odločitev, ki so skladne z interesi podjetja in družbe, v katerih podjetja poslujejo (Daft in Marcis 2001). Martin (2001) na vprašanje, kaj je družba in kaj odgovornost, odgovarja nekoliko drugače. Zanj družba predstavlja udeležence, povezane s podjetjem, medtem ko odgovornost pomeni prevzemanje obveznosti do teh udeležencev.

Prispevek se osredotoča na vprašanje, ali zahteva po družbeno odgovornem poslovanju terja tudi spremenjeni način korporacijskega upravljanja podjetij. Zato bomo pri definiranju problemskega stanja razumevanje družbene odgovornosti povzeli po Martinu (2001). Potreba po zasledovanju cilja družbene odgovornosti zahteva spremembo načina upravljanja podjetja v smeri razvoja trajnejših odnosov z udeleženci, zato smo v empirični raziskavi posebno pozornost namenili vplivu posameznih udeležencev na poslovanje podjetja. V sodobnem poslovnem okolju ni mogoče dosegati trajnejših konkurenčnih prednosti, če podjetje uravnoteženo ne zadovoljuje ciljev vseh ključnih udeležencev v podjetju, kot so, poleg lastnikov, tudi: zaposleni, kupci, dobavitelji, javnosti, lokalna skupnost in država. Če privzamemo, da uspešna dolgoročna strategija organizacije vedno izhaja iz njenega poslanstva, poslanstvo organizacije pa vključuje tudi družbeno odgovorno poslovanje, potem lahko postavimo tezo, da je družbeno odgovorno poslovanje postalo potreben pogoj za doseganje trajnejše konkurenčne prednosti. Med kazalce merjenja uspešnosti poslovanja je zato treba uvrstiti tudi tiste kazalce, ki lahko pojasnijo, ali organizacija ravna družbeno odgovorno. Namen prispevka je pokazati, da z naraščanjem potrebe po družbeno odgovornem poslovanju narašča tudi potreba po vključevanju udeležencev v upravljanje podjetja. To pa pomeni, da morajo podjetja razviti pristope za vključevanje primarnih in sekundarnih udeležencev v upravljanje podjetja. V prvem delu prispevka opredeljujemo različne poglede na upravljanje podjetja, pri čemer je poudarek na razvoju teorije udeležencev. Prispevek se nadaljuje z rezultati raziskave, ki se osredotoča na značilnosti upravljanja slovenskih podjetij.

* dr. Matej Lahovnik, izr. prof., Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani, Kardeljeva ploščad 17, 1000 Ljubljana, Slovenija. E-mail: matej.lahovnik@ef.uni-lj.si.

dr. Matej Lahovnik*

Izvleček

UDK: 316.62:159.947.23(497.4)

Prispevek utemeljuje potrebo po tem, da menedžerji sprejemajo odločitve, ki niso le v interesu lastnikov, temveč so tudi v interesu drugih udeležencev. Pravzaprav je družbeno odgovorno ravnanje pomembno za interese podjetja. Treba je namreč upoštevati, da mnogi institucionalni investitorji namenijo posebno pozornost družbeno odgovornemu ravnanju podjetij, ki tako vpliva na ceno delnic. V prispevku navajamo tudi nekatere empirične rezultate raziskav o obnašanju menedžerjev v Sloveniji, ki smo jih izvedli v zadnjih letih. Rezultati kažejo, da imajo menedžerji v Sloveniji relativno stabilne vrednote, ki se odražajo tudi v strateških ciljih podjetij. Najpomembnejša vrednota je še vedno rast in razvoj podjetja.

Ključne besede: družbeno odgovornost, strategija, udeleženci, vrednote, cilji

Abstract

UDC: 316.62:159.947.23(497.4)

The paper argues that managers have an obligation to make choices and take actions that will contribute to the welfare and interests of all stakeholders. Socially responsible behaviour is actually in a company's self interest. Many institutional investors pay attention to corporate social behaviour and thus influence the market for a company's stock. The empirical results of our studies regarding the strategic behaviour of managers in Slovenia are also presented in the paper. The results suggest that managers have stable values that influence the strategic objectives of companies. The most important strategic objective is growth and development of a company.

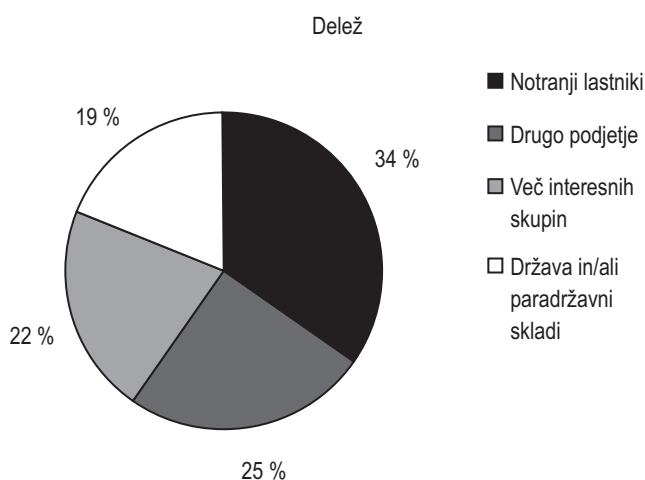
Key words: social responsibility, strategy, stakeholders, values, goals

JEL: M10, M14

Predmet proučevanja so strateške usmeritve menedžerjev v Sloveniji. Rezultati temeljijo na naključno izbranem vzorcu 69 podjetij. Vsa podjetja so delniške družbe. Večina podjetij v vzorcu razvija strategijo prevladujoče oziroma dominantne dejavnosti (42 podjetij), 22 podjetij razvija strategijo več povezanih dejavnosti, medtem ko je 5 podjetij konglomeratov in razvijajo strategijo nepovezanih dejavnosti. V večini podjetij imajo odločilen vpliv na upravljanje notranji lastniki podjetja (slika 1). Prispevek zaključujemo s predlogi usmeritev menedžerjem in lastnikom, ki bi jih veljalo upoštevati pri upravljanju podjetja.

Rezultate raziskave strateškega obnašanja menedžerjev v Sloveniji primerjamo longitudinalno, kar pomeni, da rezultate raziskave leta 2006 primerjamo z metodološko enako raziskavo, ki smo jo izvedli leta 2002. Vrednote menedžerjev v Sloveniji, ki smo jih merili v raziskavi leta 2006, pa primerjamo z vrednotami menedžerjev v Sloveniji, ki so bile merjene v raziskavi druge avtorice leta 2000. Na ta način poskušamo prikazati časovno dinamiko strateškega obnašanja menedžerjev v Sloveniji v zadnjih šestih letih. Ravnanje menedžerjev pri presojanju investicijskih odločitev prikazujemo s primerjavo treh raziskav, ki smo jih izvedli v treh različnih časovnih obdobjih, in sicer v letih 1998, 2002 in 2006. Z medsebojno primerjavo strateškega obnašanja menedžerjev v Sloveniji v različnih časovnih obdobjih prikazujemo, na katerih področjih je prišlo do sprememb korporacijskega upravljanja podjetij v zadnjih letih tranzicije oziroma na katerih področjih je obnašanje menedžerjev relativno stabilno.

Slika 1: *Struktura podjetij glede na to, kdo ima odločilen vpliv na upravljanje podjetja*



2. Razvoj teorije udeležencev

Pogled na upravljanje podjetja se je v zadnjih desetletjih precej spremenil. V anglosaksonskem okolju je dolga leta močno prevladoval tradicionalni pogled na upravljanje podjetja, ki izhaja iz podmene, da je premož-

nje podjetja last delničarjev ter da morajo menedžerji pri svojem odločanju upoštevati izključno njihov interes. Na tem pogledu temelji tudi tradicionalno pojmovanje uspešnosti poslovanja, ki kot temeljno mero uspešnosti upošteva predvsem finančne kazalce, med katerimi se najpogosteje navaja prav dobičkonosnost kapitala ali neto denarni tok. »Chicago School of law and economics« je namreč razvila pogled na podjetje kot stičišče pogodb, s katerimi različni udeleženci regulirajo medsebojne transakcije. Skladno s tem pristopom je bistveno, da je premoženje podjetja last delničarjev, medtem ko so menedžerji agenti delničarjev, ki nimajo nobenih pravnih obveznosti do preostalih udeležencev. Pravice zaposlenih, kreditodajalcev ali na primer odjemalcev so omejene na pogodbeni pravni odnos (Allen 1992). Kakršno koli širjenje odgovornosti menedžerjev v smislu družbene odgovornosti naj bi bilo nesprejemljivo. Milton Friedman (1962) celo navaja, da naj bi bilo načelo, da so menedžerji dolžni usmerjati svoje napore v zagotavljanje »čim več denarja delničarjem, kot je to mogoče«, eno bistvenih načel svobodne tržne družbe. Le malo trendov naj bi bilo sposobno tako temeljno spodkopati bistvo svobodne tržne družbe kot kakršni koli odmik od tega načela. Če namreč privzamemo, da so menedžerji dolžni pri svojih odločitvah upoštevati t. i. širši družbeni interes, pridobijo dodatno moč, ki je ni mogoče nadzorovati oziroma postanejo nekakšen subjekt javnega interesa (Hayek 1979). Skladno s temi pogledi naj bi torej bili lastniki podjetja tisti, ki so sposobni postaviti takšne standarde uspešnosti, da le-ti predstavljajo dovolj dober približek tudi za javni interes. Takšen pogled liberalnih ekonomistov je močno vplival na upravljanje v anglosaškem svetu v sedemdesetih in osemdesetih letih preteklega stoletja. Menedžerji so se namreč osredotočali predvsem na kratkoročno povečevanje cene delnic podjetja na trgih kapitala in povečevanje izplačila dividend, ne glede na stroške. V tem obdobju lahko tudi zasledimo večje število združenj in prevzemov podjetij, ki so predstavljale sredstvo za discipliniranje tistih menedžerjev, ki niso uspeli zagotoviti ustreznega povečevanja vrednosti premoženja svojim delničarjem. Tako poenostavljen pogled na upravljanje podjetja in na vlogo udeležencev je kazal vse več slabosti in potrebo po spremembi koncepta upravljanja v smeri večje vloge preostalih primarnih udeležencev podjetja.

Teorija različnih interesnih skupin oziroma teorija udeležencev (angl. *stakeholder theory*) temelji na drugačni podmeni kot delničarska teorija podjetja. Filozofske nastavitve teorije interesnih skupin v obliki vzajemnosti in kooperativnosti lahko najdemo že v 19. stoletju (Monks in Minow 1995). Dejanske podlage teoriji pa je v svojem delu »The Theory of the Growth of the Firm« podala Edith Penrose (1959), ki je definirala podjetje kot sklop (človeških) virov in odnosov. S spoznanjem, da je znanje ključni vir konkurenčne prednosti podjetja, je dobil pristop, ki poudarja, da je treba pri upravljanju podjetja upoštevati tudi interese drugih primarnih udeležencev, in ne le lastnikov, dodatno dimenzijo (več o razvoju tega pristopa gl. Clarke 1998). Sodobno pojmovanje merjenja uspešnosti poslovanja, temu primerno, poudarja

nujnost spremljanja tudi nefinančnih dejavnikov (Kaplan in Norton 1996). Bistvo sodobnega merjenja uspešnosti poslovanja je torej, da kot temeljna mera sicer še vedno prevladuje določen finančni kazalec (EVA – ekonomska dodana vrednost, dobičkonosnost kapitala in drugi), vendar je dopolnjena s kazalci, ki odražajo druge učinke poslovanja. Merjenje drugih učinkov pa seveda upošteva interese drugih udeležencev poslovanja, kot so kupci, zaposleni, dobavitelji, javnosti in država. V bistvu sodobni pristop upravljanja temelji na podmeni, da prav zadovoljevanje interesov drugih udeležencev vodi do ustreznih finančnih rezultatov. Hill in Jones sta temu primerno problem agentov iz odnosa menedžer (angl. *agent*) – delničar (angl. *principal*) razširila na odnos menedžer – udeleženec (angl. *stakeholder*) (Hill in Jones 1992). Menedžer je tako, skladno s tem konceptom, agent vseh udeležencev v podjetju oziroma agent različnih interesnih skupin. Razvoju teorije udeležencev je sledila povezava tega koncepta s poslovno etiko, ki jo v svojem delu izpostavlja Phillips (2003). Ta poudarja normativni del te teorije. Navaja, da se teorija udeležencev bistveno razlikuje od drugih teorij upravljanja, ker poudarja moralo in vrednote kot osrednji element te teorije. Phillips deli udeležence podjetja na normativne in derivatne. Slednji bistveno vplivajo na uspešnost poslovanja in jih podjetje že zaradi tega mora upoštevati, zato jih nekateri imenujejo tudi primarni udeleženci (Clarke), medtem ko ima podjetje do normativnih moralne dolžnosti.

Bleicher (1994) je uspel konceptualizirati menedžersko filozofijo podjetja v vertikalno in horizontalno integriran model normativnega, strateškega in operativnega menedžmenta. Gre za danes že uveljavljeni in znani t. i. saintgal-lenski menedžerski koncept. Namen poslovanja podjetja ne more biti omejen le na zadovoljevanje potreb lastnikov, ustanoviteljev podjetja, temveč je namen poslovanja podjetja širši in ima tudi normativno dimenzijo. Podjetje mora torej praviloma delovati v korist lastnikov, kupcev, zaposlenih, dobaviteljev in družbe kot celote. Da je temu tako, govori tudi vsebina poslanstva podjetij. Poslanstvo podjetja se namreč nanaša na sorazmerno trajne namene, ki jim bo podjetje sledilo, in zajema opredelitev dolgoročnih smotrov podjetja, kaj podjetje želi biti in komu želi služiti (Pučko 1999). Poslanstvo podjetja določa osnovni namen organizacije in je pogosto opredeljeno vsaj z naslednjimi sedmimi dejavniki (Black in Porter 2000): filozofijo podjetja, identiteto ali konceptom podjetja, glavnimi proizvodi ali storitvami podjetja, kupci in trgi, geografsko osredotočenostjo, obveznostmi do delničarjev in zavezanostjo k zaposlenim.

S statistično obdelavo opredeljenih poslanstev 75 večjih ameriških podjetij je bilo ugotovljeno, da izjave podjetij vsebujejo devet ključnih dejavnikov. Poleg sedmih, že prej naštetih, še tehnologijo in skrb za preživetje, medtem ko je obveznost do delničarjev razširjena na obveznost do vseh udeležencev (David 1989). Poslanstvo v širšem smislu se torej nanaša na različne želene učinke poslovanja podjetja, ki presegajo zadovoljevanje izključno finančnih interesov lastnikov podjetja.

Organizacije namenjajo v svojih rednih letnih poročilih vse več pozornosti vprašanjem, ki zadevajo družbeno odgovorno poslovanje. To kaže tudi raziskava, ki se je osredotočila na prakso poročanja o poslovnih rezultatih podjetij v ZDA, ki so vključena v indeks »S&P 100« (<http://www.socialinvest.org>):

- 58 odstotkov podjetij obvešča zainteresirano javnost o vprašanih, ki zadevajo družbeno odgovorno ravnanje, in ima na spletnih straneh posebna mesta, ki so posvečena socialnim in okoljskim vprašanjem poslovanja.
- 39 odstotkov podjetij iz indeksa »S&P 100« izdaja letna poročila, ki se nanašajo na družbeno odgovornost podjetja.
- V 24 odstotkih podjetij temelji poročilo o družbeno odgovornem ravnanju na uveljavljenih zunanjih standardih, ki temeljijo na smernicah o trajnostnem razvoju (Global Reporting Initiative's (GRI) Sustainability Reporting Guidelines).
- Med podjetja, ki redno periodično poročajo o socialnih in okoljevarstvenih rezultatih svojega poslovanja, spadajo na primer Dell, Ford, General Electric, Intel, Microsoft in PepsiCo. To počnejo zato, ker vse več investorjev in drugih udeležencev podjetij, kot so zaposleni, kupci, dobavitelji, lokalna skupnost in država, zanimajo te informacije. Mnogi institucionalni investitorji preferirajo vlaganje v podjetja, ki imajo razvit sistematičen način poročanja o vprašanih, ki se nanašajo na družbeno odgovorno poslovanje. To pa pomeni, da obstaja, *ceteris paribus*, večje povpraševanje tudi po delnicah teh podjetij na trgu kapitala.

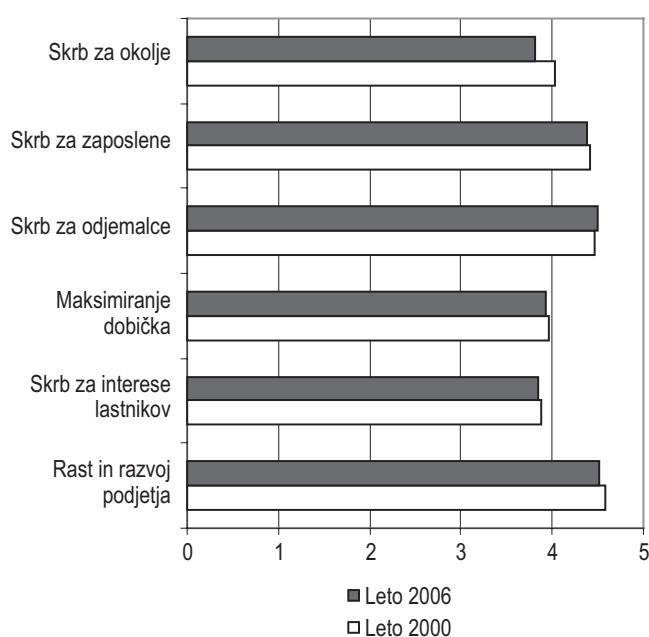
3. Nekateri empirični vidiki družbeno odgovornega poslovanja v Sloveniji

3.1. Vrednote menedžerjev

Kako podjetja v Sloveniji upoštevajo načelo družbeno odgovornega poslovanja, je mogoče meriti na različne načine. Eden izmed načinov je spremljanje vrednot menedžerjev podjetij v Sloveniji. Domnevamo namreč lahko, da na dolgi rok ne prihaja do konflikta med vrednotnim sistemom menedžerjev in strateškimi usmeritvami podjetij. Vrednote menedžerjev pomembno vplivajo na sprejemanje strateških odločitev. V zadnji raziskavi v letu 2006, ki je bila opravljena na vzorcu 69 delniških družb, smo tako ugotovili, da je najpomembnejša vrednota menedžerjev v Sloveniji rast in razvoj podjetja (4,51), sledi skrb za odjemalce (4,49), skrb za zaposlene (4,38) in skrb za naravno okolje (3,81). Maksimiranje dobička (3,93) in skrb za interese lastnikov (3,84) sta manj pomembna. Sklepamo lahko, da interesi preostalih udeležencev podjetij v Sloveniji niso podrejeni interesom lastnikov in da lahko govorimo o uravnoveženem zasledovanju interesov ključnih udeležencev podjetja. Zanimiva je časovna primerjava z raziskavo Kalacunove (2000), ki bi jo časovno lahko umestili v drugo polovico slovenske tranzicije (gl. sliko 2). Kalacunova v

svoji raziskavi o pomembnosti vrednot slovenskih menedžerjev ugotavlja, da sta najpomembnejša rast in razvoj podjetja (4,59), sledi skrb za potrošnike (4,47), skrb za zaposlene (4,41) in skrb za naravno okolje (4,03). Maksimiranje dobička (3,97) in skrb za interese lastnikov (3,88) sta manj pomembna. Ti rezultati tudi kažejo, da lahko pričakujemo, da bodo menedžerji podjetij v Sloveniji, skladno s svojimi vrednotami, sistem merjenja uspešnosti poslovanja v še večji meri razvijali v sistem uravnoteženih kazalcev, ki ga sestavljajo tako finančni kot tudi nefinančni kazalci. Če bi izhajali le iz finančnih kazalcev, bi lahko dolgoročni vidik poslovanja postal podrejen kratkoročnemu. Drugače rečeno, lahko bi prišlo do neracionalnega zniževanja stroškov raziskav in izobraževanja, ukinjanja programov kakovosti in podobno, kar bi sicer kratkoročno povečalo uspešnost, dolgoročno pa bi imela takšna strategija usodne posledice za podjetje.

Slika 2: Vrednote menedžerjev v Sloveniji v letih 2000 in 2006

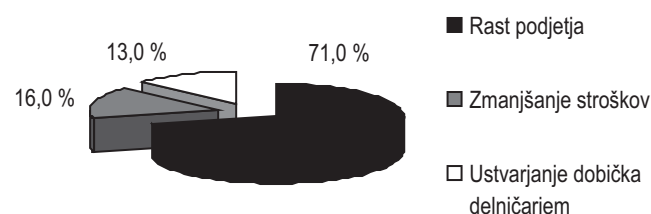


Ocene: 1 – nepomembno ... 5 – zelo pomembno

Raziskava, ki smo jo opravili na Ekonomski fakulteti v letu 1998 in v katero smo zajeli 70 velikih slovenskih podjetij, je pokazala, da je bil v tem obdobju temeljni strateški cilj dolgoročni obstoj podjetja. Obnašanje menedžerjev se s časom spreminja, kar je glede na proces prestrukturiranja podjetij in lastniško konsolidacijo povsem razumljivo. Tako je raziskava, ki smo jo izvedli v letu 2002, pokazala, da v večini slovenskih podjetij (69 odstotkov), kot temeljni strateški cilj izpostavljajo rast podjetja. Podobno je bilo tudi v letu 2006. Najpomembnejši dolgoročni strateški cilj podjetja v raziskavi leta 2006 je namreč, konsistentno z vrednotami menedžerjev, rast in razvoj podjetja (gl. sliko

3). Razmeroma majhen delež podjetij, ki imajo kot najpomembnejši dolgoročni strateški cilj opredeljeno ustvarjanje dobička delničarjem, je deloma posledica tega, da je bila tudi rast panog, v katerih ta podjetja poslujejo, nadpovprečna. V takšnih primerih praviloma, v fazi rasti panoge, cilji menedžerjev in delničarjev podjetja konvergirajo, ker priložnosti v panogi omogočajo maksimiranje vrednosti premoženja delničarjev z maksimiranjem prihodkov. V nobenem podjetju pa sicer nimajo opredeljeno povečevanje prejemkov zaposlenih kot najpomembnejši dolgoročni strateški cilj. Ti rezultati so povsem konsistentni z raziskavo o strateškem obnašanju slovenskih podjetij, ki je bila izvedena v letu 2002 in kažejo, da so podjetja v Sloveniji še naprej izrazito usmerjena v rast in razvoj. Hkrati potrjujejo tezo, da se vrednote menedžerjev odražajo tudi v postavljanju strateških ciljev podjetij.

Slika 3: Najpomembnejši dolgoročni strateški cilj podjetja



3.2. Upoštevanje oportunitetnih stroškov lastnih virov pri presojanju investicijskih odločitev

Obnašanje menedžerjev oziroma upoštevanje interesov različnih interesnih skupin v podjetju se najbolj nazorno pokaže pri presojanju investicijskih odločitev. Menedžerji, ki zasledujejo interese lastnikov podjetja, bi morali ob presojanju investicijskih odločitev, pri izračunu tehtanih povprečnih stroškov kapitala, upoštevati tudi oportunitetni strošek lastnih virov. To je namreč ključni pogoj za povečevanje vrednosti delničarjem podjetja, saj se ekonomska dodana vrednost ustvari le v primeru, če je notranja stopnja donosnosti investicije večja od tehtanih povprečnih stroškov kapitala, vključujoč lastne vire. V praksi najpogostejše uporabljane metode ocenjevanja zahtevane stopnje donosa so sicer (Young in O'Byrne 2001):

- model določanja cen dolgoročnih naložb (CAPM – capital asset pricing model),
- model tržne zahtevane stopnje donosa,
- metoda premije za tveganje.

Model CAPM predpostavlja, da je celotno tveganje podjetja vsota sistematičnega in nesistematičnega tveganja (Young in O'Byrne 2001). Tako opredeljen model je sicer relativno preprost za razumevanje, a se v zvezi z njim v praksi pojavlja nekaj težav. Odločitve o pričakovani višini donosnosti netvegane naložbe, pričakovani donosnosti

tržnega premoženja in beti je tako velikokrat prepuščena subjektivni presoji. Pri tem si v praksi običajno pomagamo tako, da za donosnost za netvegane naložbe vzamemo donosnost naložb državnih obveznic, ki se v praksi še najbolj približajo netveganim naložbam. Kot netvegano naložbo lahko denimo upoštevamo državno obveznico RS59 z dobo odplačila 10 let in kuponsko obrestno mero 4 odstotkov. Ocenjujemo namreč, da se donosnost dolgoročnih državnih obveznic vrti nekje okoli 4 odstotke. Tako npr. znaša kuponska obrestna mera RS62 (11 let) 3,5 odstotka, kuponska obrestna mera državne obveznice RS57 (8 let) pa 4,875 odstotka (<http://tuvl.ljse.si/cgi-bin/menice.cgi>).

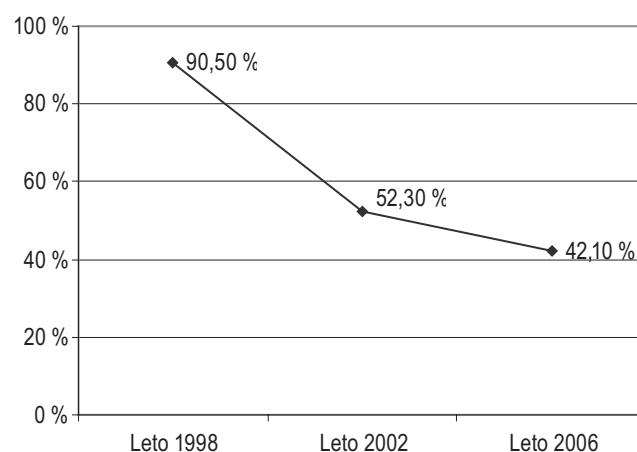
Damodaran (2005) sicer na podlagi zgodovinskih podatkov za ameriški trg ocenjuje, da znaša običajna premija za tveganje razvitih kapitalskih trgov 4,8 odstotka, na to pa se tej premiji za tveganje prišteje premija za tveganje države. Le-ta je izračunana na podlagi ocene za tveganje državnih obveznic posameznih držav, ki ga objavlja družba Moody's (www.moody.com). V našem primeru znaša premija za tveganje države oziroma njenih državnih obveznic 0,9 odstotka. Če prištejemo to premijo privzeti premiji za tveganje razvitih kapitalskih trgov, dobimo premijo za tveganje kapitalskih naložb v Sloveniji v višini 5,7 odstotka.

Za izračunavanje zahtevane stopnje donosa potrebujemo še izračun faktorja beta, pri katerem gre za obseg sistematičnega tveganja posameznega vrednostnega papirja, ki ga le-ta prispeva k tveganju celotnega premoženja in ga zato z razpršitvijo ni mogoče odpraviti. Za izračun bete je potrebna dolga časovna serija podatkov, zato si pogosto pomagamo, še posebej, če gre za mlajše podjetje ali za podjetje, ki ne kotira na borzi, z beto primerljivega podjetja ali beto panoge, v kateri podjetje deluje. Težava je v novonastalih državah in državah s slabo razvitimi kapitalskimi trgi ali kjer borza obstaja šele krajši čas. V takih primerih si lahko pomagamo z beto tujega, v isti panogi delujočega podjetja, ali z beto panoge v tuji državi, kar pa nas lahko še dodatno oddalji od dejanskega stanja.

Primerjava rezultatov raziskav, ki so bile opravljene v Sloveniji v letih 1998, 2002 ter 2006 in so merile obnašanje menedžerjev pri presojanju investicijskih odločitev, kaže na precejšnje spremembe glede upoštevanja oportunitetnih stroškov lastnih virov. V raziskavi o strateškem obnašanju slovenskih podjetij v obdobju tranzicije, ki smo jo izvedli na Ekonomski fakulteti v Ljubljani leta 1998, se je namreč pokazalo, da v kar 90,5 odstotka analiziranih podjetij ne ocenjujejo stroškov lastniškega kapitala oziroma jim pripisujejo ničelno vrednost. Če že ocenjujejo stroške lastniškega kapitala, jim torej praviloma pripisujejo nižjo vrednost od stroškov dolgoročnega dolga (več o tem gl. Mramor idr. 1999). V letu 2002 je delež teh podjetij, kjer ne upoštevajo oportunitetnih stroškov lastnih virov, padel na 54,5 odstotka vseh proučevanih podjetij, zajetih v vzorec. V letu 2006 pa se je ta delež znižal še za nadaljnjih 10 odstotnih točk (gl. sliko 4).

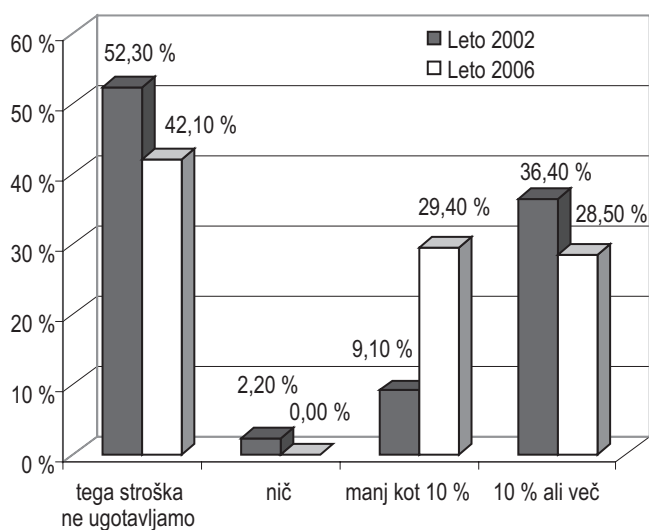
Glede na to, da se je v obdobju zadnjih osmih let delež teh podjetij bistveno zmanjšal, lahko sklepamo, da lastniki slovenskih podjetij začenjajo bolj aktivno upravljati podjetja tudi v smislu postavljanja določene zahtevane stopnje donosa na lastne vire. To je posledica pospešene konsolidacije lastniške strukture podjetij v Sloveniji v poprivatizacijskem obdobju. Posebno intenzivna je bila lastniška konsolidacija v podjetjih, ki niso kotirala na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Kot navaja Gregoričeva (2005), je bilo za ta proces v obdobju 1999–2004 značilno, da se je število delničarjev močno zmanjšalo na račun izrazitega relativnega povečanja lastniškega deleža največjega lastnika, medtem ko se je lastniški delež drugega in tretjega največjega lastnika povečal manj izrazito.

Slika 4: Delež menedžerjev, ki pri presoji investicijskih odločitev ne upoštevajo interesov lastnikov kapitala



V več kot tretjini podjetij so menedžerji v letu 2002 privzeli, da znašajo oportunitetni stroški lastnih virov 10 odstotkov ali več. To pomeni, da so implicitno določili zahtevani donos lastnikov v višini netvegane obrestne mere in jo povečali za določeno premijo za tveganje. Delež teh se je sicer v raziskavi leta 2006 nekoliko zmanjšal, vendar na račun večjega deleža tistih menedžerjev, ki ocenjujejo, da znaša oportunitetni strošek lastnih virov manj kot 10 odstotkov (gl. sliko 5). Med respondenti, ki so navedli, da pri presojanju investicijskih odločitev upoštevajo oportunitetni strošek lastnih virov v višini manj kot 10 odstotkov, prevladujejo tisti, ki so ta strošek ocenili od 8 do 9 odstotkov. To lahko v veliki meri pripišemo padajočemu trendu obrestnih mer v obdobju zadnjih nekaj let. Temu primerno so se namreč prilagodile tudi zahtevane stopnje donosa na netvegane naložbe, kot so na primer državne obveznice, posledično pa so se znižale tudi zahtevane stopnje donosov tistih lastnikov, ki ugotavljajo zahtevano stopnjo donosa na lastne vire. Večina menedžerjev za namen določanja oportunitetnih stroškov lastnih virov še nima izdelanega konkretnega modela, temveč se opira na subjektivno presojo.

Slika 5: Oportunitetni strošek lastnih virov, ki ga upoštevajo podjetja pri sprejemanju investicijskih odločitev kot podlago za izračun tehtanih povprečnih stroškov kapitala



Zanimiv je tudi podatek, da v letu 2006 v veliki večini (89,9 odstotka) proučevanih podjetij ne prihaja do razhajanj med notranjimi in zunanji lastniki, kar očitno kaže na pozitiven trend ohranjanja strateškega obnašanja slovenskih podjetij v zadnjem obdobju v smislu uravnoteženega zasledovanja interesov različnih udeležencev (v letu 2002 je bilo namreč takšnih primerov 88,6 odstotka). Razhajanja med zunanji in notranji lastniki očitno niso dejavnik, ki bi povzročal trenja pri upravljanju podjetij v Sloveniji.

4. Predlogi ukrepov za izboljšanje problemskega stanja

Naraščanje pomena družbeno odgovornega poslovanja zahteva spremembo načina upravljanja podjetja v smeri večjega upoštevanja interesov udeležencev podjetja. Rezultati sicer kažejo, da se slovenski menedžerji zavedajo, da lastniki podjetja še zdaleč niso edini primarni udeleženci podjetja. Zato bi veljalo v večji meri razviti mehanizme vključevanja zaposlenih v upravljanje. Sistem korporacijskega upravljanja določa temeljna pravila glede pravic kontrole in pogoje, pod katerimi se izvaja, pravila glede prevzemanja tveganja in ne nazadnje pravila glede delitve ustvarjene dodane vrednosti v podjetju. Zaposleni so tako na primer pripravljeni vlagati napore v inoviranje in zmanjševanje stroškov, če pričakujejo, da bodo ustrezno participirali pri povečanju ustvarjene dodane vrednosti, ki bo posledica teh naporov. Delničarski pogled na podjetje je zato treba dopolniti z vprašanjem, kdo in kako ustvarja dodano vrednost v podjetju. Družbeno odgovorno poslovanje bi moralo temeljiti na opredelitvi primarnih in sekundarnih udeležencev v podjetju. Pri tem seveda niso pomembni le delničarji, menedžerji in drugi zaposleni, pač pa tudi preostali udeleženci. Naši rezultati tudi potrjujejo, da s splošnim naraščanjem pomena dolgoročnih strateških

partnerstev narašča tudi pomen strateških partnerjev kot primarnih udeležencev pri ustvarjanju dodane vrednosti v slovenskih podjetjih. Naša raziskava tudi kaže, da bi morala podjetja težiti k razvoju sistemov uravnoteženih kazalnikov za merjenje uspešnosti poslovanja. Pomen, ki ga menedžerji pripisujejo skrbi za odjemalce, zaposlene in dobavitelje, kaže na to, da je poleg finančnih kazalcev treba sistematično razvijati tudi nefinančne kazalce, s katerimi merimo uspešnost zadovoljevanja interesov ključnih udeležencev podjetja.

Rezultati raziskave tudi kažejo, da so lastniki podjetja vse bolj aktivni pri postavljanju zahtevanih stopenj donosa na lastniški kapital. Za slovensko gospodarstvo je sicer še vedno značilen nadpovprečno velik delež državnega in paradržavnega (KAD, SOD) lastništva v določenih panogah v primerjavi z drugimi razvitimi gospodarstvi. Zaradi aktivnejše vloge novih lastnikov pri postavljanju zahtevane stopnje donosa lahko pričakujemo, da bo za podjetja postal, *ceteris paribus*, dolžniški kapital zanimivejši, kot pa denimo v preteklosti, ko so lastniki večinoma privzemali, da je oportunitetni strošek lastnih virov enak nič. Temu primerno bodo menedžerji morali prilagoditi tudi strukturo virov financiranja, saj postaja lastniški kapital dražji od dolžniškega. Zagotovo bo slednje vplivalo tudi na investicijsko obnašanje menedžerjev.

V večini podjetij sta rast in razvoj podjetja temeljna dolgoročna cilja. Ugotovimo lahko, da praviloma obstaja usklajenost med dolgoročnimi cilji podjetja in vrednotami menedžerjev. Menedžerji bi morali vztrajati pri usmeritvi, da cilji podjetij izhajajo iz vizije in skupnih vrednot. Pri posameznih odločitvah se neizbežno pojavlja kratkoročni »trade-off« med interesi posameznih udeležencev. Kriterij za razrešitev tega konflikta je lahko prispevek posameznega udeleženca k ustvarjanju dodane vrednosti. Na tej podlagi je smiselno tudi ločevati med primarnimi in sekundarnimi udeleženci podjetja. Slednji niso ključni za ustvarjanje dodane vrednosti v podjetju, vendar njihovih interesov ne smemo povsem zanemariti. Posamezni primarni udeleženci lahko na račun drugih dolgoročno izboljšajo svoj položaj le, če to izboljšanje temelji na njihovem prispevku k ustvarjanju višje dodane vrednosti.

Sklep

Časovne empirične primerjave kažejo, da imajo menedžerji v Sloveniji precej stabilne vrednote. Na podlagi izvedenih raziskav o strateškem obnašanju slovenskih menedžerjev med letoma 1998 in 2006 lahko ugotovimo, da interesi preostalih udeležencev podjetja niso podrejeni interesom lastnikov. V večini primerov lahko govorimo o uravnoteženem zasledovanju interesov ključnih udeležencev podjetja. Za menedžerje v Sloveniji je tako denimo, med različnimi vrednotami, skrb za odjemalce proizvodov oziroma storitev podjetja celo pomembnejša kot skrb za interese lastnikov. Po drugi strani pa se delež podjetij, v katerih pri presojanju investicijskih odločitev ne upoštevajo oportunitetnih stroškov kapitala, vztrajno zmanjšuje.

Samo v zadnjih štirih letih se je ta delež zmanjšal za deset odstotnih točk. Takšno obnašanje menedžerjev je posledica postopne konsolidacije lastniške strukture podjetij v Sloveniji oziroma bolj aktivnega upravljanja podjetij.

Uspešna konkurenčna strategija v sodobnem poslovnem okolju temelji na uravnoteženem zasledovanju interesov vseh ključnih udeležencev v poslovanju podjetij. Med te udeležence ne uvrščamo le odjemalcev, dobaviteljev ter zaposlenih, temveč tudi drugo relevantno javnost. Temu so se prilagodili tudi sistemi za merjenje uspešnosti poslovanja, ki vse bolj poudarjajo raznolikost nefinančnih kazalcev uspešnosti. Po drugi strani pa lahko, med institucionalnimi finančnimi investitorji, kot so na primer vzajemni skladi, zasledimo naraščajoče število tistih, ki vlagajo izključno v panoge in podjetja, ki niso sporna z vidika družbene odgovornosti. Tržni mehanizem na trgih kapitala tako samodejno navaja podjetja k družbeno odgovornemu poslovanju. Menedžerji bi tako morali v svojih letnih poročilih redno poročati tudi o tem, kako organizacija pri svojem delovanju upošteva interes vseh udeležencev oziroma ali ravna družbeno odgovorno. Tako bi bilo povsem neustrezno, če bi pri proučevanju sistema upravljanja podjetij izhajali le iz delničarske teorije podjetja in se omejili na odnos med menedžerji in delničarji. Menedžerji so v tem smislu agenti vseh udeležencev, ki sodelujejo pri ustvarjanju dodane vrednosti in je temu primerno treba razširiti tudi pogled na podjetje kot na koalicijo različnih udeležencev.

Literatura

- Allen, W. T. (1992). Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation. *Cardozo Law Review* 14(2): 261–282.
- Black, J. S. in W. L. Porter (2000). *Management: meeting new challenges*. New Jersey: Prentice Hall.
- Bleicher, K. (1994). *Normatives Management (Politik, Verfassung und Philosophie des Unternehmens)*. New York: Campus Verlag.
- Clark, T. (1998). The Stakeholder Corporation: A Business Philosophy for the Information Age. *Long Range Planning* 31(2): 182–194.
- Daft, R. in D. Marcis (2001). *Understanding Management*. London: Thomson Learning.
- Damodaran Aswaht (2005). *Estimating Equity Risk Premiums*. Dosegljivo: <http://www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpa99021.pdf>.
- David, F. R. (1989). How companies define their mission. *Long Range Planning* 22(1): 90–97.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. Chicago: University of Chicago Press.
- Gregorič, A. (2005). Lastniška konsolidacija slovenskih podjetij v obdobju 1999–2004. *Ekonomsko ogledalo*, 11(3): 21.
- Hayek, F. A. (1979). The Political Order of a Free People. *Law, Legislation, Liberty*, 3(1): 81–85.
- Kalacun, S. (2000). *Poslovna etika v slovenskem poslovnem prostoru*, diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
- Kaplan, R. S. in D. P. Norton (1996). *The Balanced Scorecard*. Boston: Harvard Business School Press.
- Martin, J. (2001). *Organizational Behaviour*. London: Thompson Learning.
- Monks, R. A. in N. Minnow (1995). *Corporate Governance*. Oxford: Blackwell.
- Mramor D., P. Groznik in A. Valentinčič (1999). Stanje in dileme poslovnih financ v Sloveniji. V: *Popraviteljsko obnašanje slovenskih podjetij*, ur. J. Prašnikar. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Porter, M. in M. K. Kramer (2006). Strategy and Society. *Harvard Business Review* 84(6): 80–92.
- Penrose, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford: Oxford University Press.
- Phillips, R. (2003). *Stakeholder Theory and Organizational Ethics*. San Francisco: Berrett Koehler Publishers.
- Pučko, D. (1999). *Strateško upravljanje*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
- Young, S. David in F. S. O'Byrne (2001). *EVA and Value-Based Management*. New York: McGraw-Hill.

Viri

- Donosnost državnih vrednostnih papirjev*. Dosegljivo: <http://tuvl.ljse.si/cgi-bin/menice.cgi>.
- Ocena investicijskega tveganja*. Dosegljivo: <http://www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpa99021.pdf>.
- Ocena tveganja državnih obveznic*. Dosegljivo: <http://www.moodys.com>.
- Socially Responsible Investment Analysts Find More Large U. S. Companies Reporting On Social and Environmental Issues*. Dosegljivo: <http://www.socialinvest.org>.