

Korporacijsko upravljanje – na začetku konca tranzicije

dr. Rado Bohinc

Slovenija se sooča z izzivi reform tudi v korporacijskem upravljanju, tako na področju zakonodaje, kot tudi gospodarstva ali obeh skupaj. Da bi zadovoljila pogoje EU, mora sprejeti t. i. *acquis communautaire* (pravni red Skupnosti) in izboljšati gospodarsko in splošno konkurenčnost na enotnem trgu brez meja in protekcionizma. Če Slovenija postopoma vstopa v razmere, ki jih opredeljujejo dokončanje tranzicije, polnopravno članstvo v Evropski uniji in procesi globalizacije, je za korporacijsko področje značilno, da proces tranzicije še zdaleč ni zaključen.

UVOD

Slovenija se sooča z izzivi reform tudi v korporacijskem upravljanju, tako na področju zakonodaje, kot tudi gospodarstva ali obeh skupaj. Da bi zadovoljila pogoje EU, mora sprejeti t. i. *acquis communautaire* (pravni red Skupnosti) in izboljšati tako gospodarsko in splošno konkurenčnost na enotnem trgu brez meja in protekcionizma. Če Slovenija postopoma vstopa v razmere, ki jih opredeljujejo dokončanje tranzicije, polnopravno članstvo v Evropski uniji in procesi globalizacije (glej Urad RS za makroekonomske analize in razvoj 2000), je za korporacijsko področje značilno, da proces tranzicije še zdaleč ni zaključen.

Učinkovito korporacijsko upravljanje je predpogoj za uspešno gospodarstvo. Ta za svoje delovanje potrebuje ustrezno pravno okolje. Z normativnega vidika so bile sicer že *izpeljane reforme, ki naj bi vzpostavile ustrezen institucionalni pravni okvir za delovanje kapitalističnega gospodarstva*. Vendar pa empirično podprta spoznanja dokazujejo, da zakonsko postavljena shema upravljanja družb (razmerja ter delitev pristojnosti med organi in delničarji gospodarskih družb) ne deluje v skladu s pričakovanji.

Maja 1993 je slovenski državni zbor sprejel *Zakon o gospodarskih družbah*. Gre za enega najobsežnejših in najpomembnejših zakonov, ki so bili sprejeti v Sloveniji po osamosvojitvi. Njegov namen je bil odpraviti bivši zakon o podjetjih, ki je bil sprejet v zadnjem obdobju pred razpadom nekdanje Jugoslavije (1988), in prvič po petih desetletjih družbene in državne lastnine uvesti *lastninsko pravico kot temelj za upravljanje*

pravnih oseb. V bivšem sistemu, ki je temeljil na Zakonu o združenem delu (1976) ter na dogovornem in ne tržnem gospodarstvu (povezovanje med delavci in družbenimi podjetji), so podjetja vodili delavci oz. so bila vodena samoupravno, kar ni primerljivo s tradicionalnim ameriškim podjetjem.

Slovenski zakon o gospodarskih družbah temelji na evropski tradiciji, natančneje na nemškem *Aktiengesetz*, zato je marsikatera ureditev, med drugim tudi upravljanje na lastno odgovornost, dvotirni sistem upravljanja, sodelovanje zaposlenih v upravi in nadzornem svetu, primerljiva s tistimi v Avstriji in Nemčiji. Po drugi strani pa je zakonodaja na področju vrednostnih papirjev (Zakon o vrednostnih papirjih iz leta 1999, Zakon o dematerializaciji vrednostnih papirjev iz leta 1999, zakon o prevzemih iz leta 1997 in Zakon o investicijskih družbah in skladih iz leta 1993) ukrojena po ameriškem zgledu.

Glede na načine privatizacije, kjer se po eni strani sredstva razporedijo med javne sklade, po drugi pa gre za prosto distribucijo delnic med zaposlenimi, nekdanjimi zaposlenimi in njihovimi sorodniki, ter za javno prodajo delnic, je jasno, da so *bivša družbena podjetja postala podjetja v javni lasti* z zelo vplivnimi delničarji in velikim številom lastnikov, ki pa imajo le malo moči.

Sedem let po sprejetju novega zakona o gospodarskih družbah je čas za pregled izkušenj in znanja, pridobljenega ob uvajanju novega sistema nadzora podjetij. To je tudi čas, ko bi kazalo razmisliti o spremembah na tem področju, ki so se zgodile v skokovitem razvoju korporacijskega upravljanja v razvitem svetu, zlasti v Evropi in še posebno v ZDA. Zato ni naključje, da se s tem vprašanjem ukvarjajo tako strokovne organizacije in zakonodajalci v številnih najbolj razvitih državah kot tudi oblikovalci usmeritev v mednarodnih organizacijah, kot sta npr. EU in OECD.

Korporacijsko upravljanje, kakor prevajamo vse bolj uveljavljeni in težko prevedljivi izraz »corporate governance«, je v razvitem svetu v ospredju vsestranskega proučevanja in zanimanja. *Z učinkovitim sistemom korporacijskega upravljanja* je namreč nedvomno mogoče povečati uspešnost gospodarstva. Pri tem bo Slovenija morala na področju približevanja EU in tudi sicer sprejeti nekaj ključnih odločitev za večjo učinkovitost. Trebna je odgovoriti vsaj na dve temeljni vprašanji:

1. Ali naj slovenska zakonodaja še naprej sledi *nemškemu dvotirnemu načinu korporacijskega upravljanja* kot zakonsko obveznemu ali pa

naj korporacijam omogoči, da vpeljejo enotirni sistem, kjer bi bilo to bolj primerno?

2. Ali naj slovenska zakonodaja glede na potrebe in učinkovitost omogoča delničarjem *pravnoposlovno spreminjanje pravnih razmerij pri korporacijskem upravljanju* s pomočjo sporazumov med delničarji in pogodbene svobode? Ali pa naj bodo torej predpisi o upravljanju določeni kogentno, tako da zagotovijo enoten pravni status vseh korporacij?

DEJAVNIKI VPLIVANJA NA KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE

Ko odgovarjamo na vprašanja, ne smemo upoštevati samo evropskega vidika, ampak tudi *domače gospodarske, politične in kulturne posebnosti ter okoliščine*, do katerih je prišlo zaradi splošnega razvoja posamezne države. Prav zato bomo v nadaljevanju predstavili kratko primerjavo gospodarskega položaja Slovenije s srednje in vzhodnoevropskimi državami, postprivatizacijsko lastninsko strukturo gospodarstva in posamezne dele korporacijske zakonodaje, ki jo bomo primerjali z ameriško in nekaterimi značilnimi evropskimi zakonodajami.

Prevladujoča struktura institucionalnega lastništva ima močan vpliv na odločanje v slovenskih korporacijah, zato bomo temu namenili večji poudarek. Za Slovenijo je vsekakor značilno, da so le institucionalni investitorji dovolj sposobni in imajo dovolj strokovnega znanja za aktivno upravljanje v korporacijah. Ne smemo pa pozabiti, da je v Sloveniji poleg bank veliko drugih institucionalnih investitorjev, *ki nastajajo kot produkt privatizacijskega procesa*, s tako imenovanimi privatizacijskimi certifikati in kasneje s privatizacijskimi delnicami. Zato ne moremo preprosto reči, da bi bil za Slovenijo primeren le prvi (tržni oz. ameriški) ali drugi (bančni ali nemški) model.

Da bi bile stvari še bolj zapletene je *slovenska zakonodaja trga vrednostnih papirjev narejena v glavnem po ameriškem vzorcu* (predpisi o prevzemih, omejitve notranjega trgovanja, institucije, kot so borza, klirinško depotna družba, borznoposredniške družbe, zaprti in odprti investicijski skladi, investicijske korporacije), čeprav je razvidno, da je ostala *zakonodaja o korporacijah* kopija nemškega, ali vsaj evropskega sistema (bančno pravo, pravo sodelovanja zaposlenih pri upravljanju, pravo gospodarskih družb).

Primeren model upravljanja korporacij države v tranziciji (ali ame-

riški ali evropski model) je treba torej iskati v tem okviru. Resnica je verjetno nekje vmes in *črno-bele razlage ne bodo zadovoljile potreb razvejanih pravnih struktur finančnega trga*, ki so nastale v času »revolucije«, imenovane privatizacija.

STRUKTURA LASTNIŠTVA V SLOVENIJI PO PRIVATIZACIJI

Institucionalno lastništvo, ki prevladuje v Sloveniji, je pomemben dejavnik pri ugotavljanju, kateri model upravljanja korporacij je primeren za državo, ki vstopa v postprivatizacijsko obdobje. Privatizacijska zakonodaja je najbolj vplivala na strukturo lastništva, kjer so prevladovali trije glavni tipi privatizacije, in sicer privatizacija z *javno prodajo (ponudbo)*, privatizacija z *notranjim odkupom* in privatizacija z *managerskimi in ostalimi odkupi*. Poleg tega je Sklad za razvoj (kasneje se je preoblikoval v Slovensko razvojno družbo, ki ima v lasti večino delnic približno 400 neuspešnih podjetij) v skladu s privatizacijskimi predpisi del delnic prodal tako imenovanim pooblaščenim investicijskim družbam, to je investicijskim korporacijam, ki so bile ustanovljene posebej za trgovanje s privatizacijskimi delnicami in dobile vlogo institucionalnega lastnika.

Treba je še dodati, da so nekatere industrijske panoge, na primer elektronski javni mediji (nacionalni radio in televizija), proizvodnja energije (celotna proizvodnja elektrike, vključno s prenosom in distribucijo vode, jedrska energija in rudniki), voda, ogrevanje, transport, pošta in komunikacije, jeklarska, železarska in aluminijeva industrija, večje banke in investicijske družbe, pod neposrednim ali vsaj posrednim (kot odvisne družbe) lastniškim nadzorom države. *Javno (državno in občinsko) lastništvo* je kljub privatizacijskemu procesu še vedno močno razširjeno v najpomembnejših gospodarskih sektorjih. Zakonsko so določene omejitve za tuje fizične in pravne osebe.¹

Ko govorimo o strukturi lastništva, ne smemo mimo novo nastalih korporacij, na katere obstoječa korporacijska struktura in privatizacija nista vplivali. Po reformah konec osemdesetih let je nastalo veliko število novih korporacij (več kot 100.000 novih, večinoma majhnih družb z omejeno odgovornostjo poleg nekaj tisoč že obstoječih), vendar glede prometa, dobička in števila zaposlenih (povprečno 1,4 zaposlenega na korporacijo) niso bistveno vplivale na družbeni bruto produkt in še vedno ne. Zanje je značilno, da so vse *zaprte in ne javne korporacije* ter da nobena ni uvrščena na borzo.

Pri analizi delovanja upravljanja korporacij moramo upoštevati tudi *pomanjkanje izkušenj, znanja, motivacije, pozitivnih pričakovanj in tradicije nasploh*. Predvsem pri manjših razpršenih lastnikih so prisotni nezaupanje, neznanje in neizkušenos. Preprosto ne sodelujejo na sestankih delničarjev, niti nanje ne pošiljajo zastopnikov. Izjema so nekateri notranji lastniki, ki pooblastijo korporacijske ali zunanje managerje. Za razliko od Nemčije in Avstrije, kjer imajo banke in finančne organizacije odločilno vlogo pri zastopanju manjših delničarjev, v Sloveniji ni tako. Zato je položaj *institucionalnih delničarjev še močnejši, vpliv zunanjih delničarjev pa se zmanjšuje*.

Povsem drugače je s tradicijo, motivi in organizacijskimi zmognostmi, *da zaposleni sodelujejo pri upravljanju*, bodisi kot delničarji ali na podlagi obveznih določb predpisov in kolektivnih pogodb o sodelovanju zaposlenih pri upravljanju. Tu zaposleni sodelujejo v upravi, v nadzornem svetu in različnih drugih oblikah sodelovanja pri odločanju. Njihova mnenja tudi upoštevajo.

Treba je tudi povedati, da postajajo institucionalni delničarji vedno bolj aktivni. Z različnimi načini tako imenovanega *delničarskega aktivizma* posegajo v vsakdanje poslovne odločitve uprave. Po drugi strani pa uprave, ki so formalno neodvisne in v primerjavi z nadzornimi sveti, popolnoma avtonomne dobivajo »tekmo« z nadzornimi sveti. Ti največkrat *niso dovolj profesionalni*, saj jih večinoma predstavljajo predstavniki delničarjev ali kar politični somišljeniki.

Kratka analiza privatizacije v Sloveniji nas pripelje do nekaterih zaključkov o *lastniški strukturi slovenskega gospodarstva*, ki jih je potrebno upoštevati, ko govorimo o problemih upravljanja korporacij, in sicer:

- Za slovensko postprivatizacijsko gospodarstvo je zelo značilna struktura *institucionalnega lastništva*, ki vpliva na vse pomembnejše odločitve. Institucionalni lastniki, bodisi pokojninski ali odškodninski skladi, večje banke, zavarovalnice ali investicijske družbe ali kar neposredno država (na državni ali občinski ravni), so večji del pod političnim nadzorom vladajočih političnih strank. *Pomemben del nacionalnega gospodarstva je namreč še vedno državna last*, ki ni privatizirana, zaradi česar obstaja nevarnost, da se interesi države kot lastnika podredijo interesom države kot javnega upravitelja ali predstavnika političnih strank.

- *Precejšnji delež notranjega lastništva*, kjer zaposleni organizirano vplivajo na odločitve vodstva, je eden izmed ključnih razlogov, da so poslovne odločitve podrejene interesom in pritiskom zaposlenih, ki so organizirani kot delavci in kot delničarji.

Kar se tiče *kulture* (ravnanja) delničarjev, poslovnih (investicijskih) *motivov in ciljev ter tradicije* različnih lastnikov, so glavne značilnosti naslednje:

- *Institucionalni delničarji postajajo vedno bolj aktivni in profesionalni* in izražajo vedno več zanimanja za poslovanje korporacij, seveda predvsem tistih, katerih delež imajo v večinski lasti. Redno se udeležujejo sestankov delničarjev, lobirajo in de facto izbirajo kandidate za nadzorni svet in vplivajo nanje tako, da jim dajejo sicer neuradna, a jasna navodila (recimo za imenovanje članov uprave). Stalno lobirajo za nadzor in odločanje o paketih delnic, o prevzemih ter fuzijah, sklepajo neuradne (včasih tudi uradne) sporazume delničarjev in neformalno pritiskajo na upravo, na njihove poslovne odločitve in na izbiro kadra. Skratka organizirani so tako, da imajo dovolj moči za nadzor nad korporacijo, katere lastniki so.
- *Država se kot lastnik obnaša podobno kot ostali institucionalni lastniki*, torej kot aktiven lastnik, predvsem v industrijskih vejah javnega interesa, kjer največkrat kombinira in zamenjuje svoj položaj lastnika s položajem oblastnega regulatorja in upravljalca. Zaradi tega so poslovne odločitve mnogokrat odvisne od političnih ciljev, ciljev tistih strank, ki obvladujejo določeno področje.
- *Zaposleni so kot »interna« skupina delničarjev dobro organizirani in ukrepajo v skladu s svojimi interesi*. Če so v manjšini, sklenejo sporazum z institucionalnimi lastniki (kar je žal dokaj redko) ali pa nastopajo kot opozicija, kar se dogaja pogosteje. Velikokrat se zgodi, da predstavnik skupine internih delničarjev v nadzornem odboru sklene koalicijo s predstavniki zaposlenih, zaradi česar je njihov položaj močnejši, kot jim ga daje število delnic.
- *Razpršeni delničarji*, ki so svoje delnice dobili z javno prodajo (privatizacijo) ali na trgu vrednostnih papirjev, niso organizirani ne v bankah ali borznih podjetjih, niti kako drugače, npr. preko posrednikov. *Zato nimajo vpliva na odločanje v korporaciji*. Ne udeležu-

jejo se sestankov delničarjev, redko sodelujejo v lobiranju, niti kot posamezniki niti kot skupina, praviloma niso povezani z nadzornim svetom in še manj z upravo. Kljub temu, da jih je vse manj, pa njihovega lastniškega deleža ne gre podcenjevati.

VLOGA DRŽAVE V KORPORACIJSKEM UPRAVLJANJU V SLOVENIJI

Za slovensko postprivatizacijsko gospodarstvo je torej značilno pretežno *institucionalno lastništvo*, ki se vseskozi krepi na račun usihanja že v izhodišču majhnega dela razpršenih lastnikov (Simoneti, Rems in Rojec 1999). Institucionalni delničarji, bodisi neposredno država, Slovenska razvojna družba, pokojninski ali odškodninski skladi, neprivatizirane banke in zavarovalnice in tudi nekatere investicijske družbe, na državni ali lokalni ravni, so v glavnem pod političnim nadzorom vladajočih političnih strank.

Pomemben del nacionalnega gospodarstva je pod neposrednim ali vsaj posrednim lastniškim vplivom države in politike, zaradi česar obstaja nevarnost, da se interesi države kot lastnika podredijo interesom države kot javnega upravitelja ali predstavnika političnih strank. Ta nevarnost preti zlasti večjemu delu gospodarske infrastrukture, npr. na področju prometa (železniški, letalski in luški transport) in zvez (Telekom), poštne dejavnosti, energetike (Eles, elektrodistribucijska in proizvodna podjetja ter premogovniki in nuklearka), nadalje grozi komunalni dejavnosti (vodovod, kanalizacija, komunalna energetika, Holding mesta Ljubljane, itd.), vodnogospodarski dejavnosti itd. Dodatno to velja za velik del bančništva (dve največji banki sta državni) ter dele industrije (npr. črna in celo del barvne metalurgije, trgovina z derivati itd).

Institucionalni delničarji skoraj v celoti obvladujejo gospodarstvo, ki je zato pod vse večjim državnim oz. političnim nadzorom, ki se izraža predvsem s političnim imenovanjem in delovanjem nadzornih svetov in s tem tudi uprav. *Institucionalni delničarji postajajo bolj in bolj aktivni*, sledijo poslovanju korporacij ter neposredno posegajo v njihovo poslovanje. To sproža številne sistemske odklone od zakonsko uveljavljenih načel korporacijskega upravljanja kot izpeljave zasebnolastninskega in tržnega gospodarstva, tako npr:

- *Uprave delniških družb so vse bolj pod pritiskom interesnih usmeritev avtoritativnih delničarjev*, s čimer prihaja do ravnanj, ki so v korist enih delničarjev in v škodo drugih ter, kršitve pravil o enako-

pravnem obravnavanju vseh delničarjev in samostojnosti in lastni odgovornosti uprave za vodenje poslov.

- *Mali delničarji*, ki niso povezani v bloke z institucionalnimi delničarji ali ki ne oblikujejo delniških združenj in družb pooblaščenk (oboje je zelo redko), *povsem izgubljajo vpliv* na odločanje v skupščinah delničarjev in s tem na odločitve o imenovanju nadzornih svetov, dividendah itd.²
- *Delež razpršenih lastnikov v obdobju od trenutka vpisa v klirinško depotno družbo vztrajno pada*, krepi oziroma povečuje se delež institucionalnih lastnikov, ki ponekod sistematično in organizirano, drugje celo s pritiski odkupujejo delnice od notranjih lastnikov oziroma na trgu kapitala. To povzroča vse bolj oligopolno strukturo trga kapitala in omogoča peščici institucionalnih lastnikov, ki so npr. pod skupno taktirko države ali celo ene same politične stranke, omogoča obvladovanje tako kadrovskih in poslovnih odločitev posamezne korporacije, kot tudi gibanje na sicer plitvem trgu kapitala, tam, kjer se še niso uveljavila pravila o prepovedi notranjega trgovanja, povezanih osebah in polnem razkritju podatkov.
- *Politično imenovanje kadrov v nadzorne svete je razvrednotilo funkcijo nadzora* nad vodenjem poslov v delniških družbah in jo naredilo neučinkovito, s čimer se je oslabila učinkovitost celotnega sistema korporacijskega upravljanja.
- *Javno (državno in občinsko) lastništvo* je kljub privatizacijskemu procesu še vedno močno razširjeno v najpomembnejših gospodarskih sektorjih.³

GIBANJE LASTNINSKE STRUKTURE IZBRANIH SLOVENSКИH PODJETIJ

Lastninsko strukturo v izbranem vzorcu slovenskih delniških družb⁴ za obdobje 1996–1999 prikazujeta preglednici⁵ 1a in 1b na straneh 27–28.

Vzorec je reprezentativen, saj je bilo anketiranih 193 podjetij, med njimi:

- delniške družbe, ki kotirajo na vseh borznih kotacijah (kotacija A, kotacija B, prosti trg),

Preglednica 1a: Lastninska struktura v izbranem vzorcu slovenskih delniških družb, 31. 12. 1996 in 31. 12. 1997

Kategorija	Število podjetij	Delež v št. podjetij	Število delnic	Vrednost delnic v 1000 SIT	Vrednost del. v isti skup. delničarjev	Delež vseh delnic	Delež delnic istih skupin
31. 12. 1996							
Skupaj	46		48.290.422	127.352.380		100,00 %	
Banke	23	50,0 %	341.568	1.961.279	101.965.681	1,54 %	1,92 %
Država	2	4,3 %	317.796	355.592	8.280.140	0,28 %	4,29 %
Fizične osebe	46	100,0 %	22.019.549	49.074.241	127.352.380	38,53 %	38,53 %
Odkod. sklad	41	89,1 %	4.200.001	10.665.572	12.452.939	8,37 %	8,56 %
Ostali delničarji	44	95,7 %	9.304.198	33.200.968	126.998.401	26,07 %	26,14 %
Pidi	41	89,1 %	7.635.822	20.005.706	122.421.423	15,71 %	16,34 %
Pokojn. sklad	33	71,7 %	4.471.488	12.089.022	111.859.280	9,49 %	10,81 %
31. 12. 1997							
Skupaj	79		88.838.440	185.183.692		100,00 %	
Banke	40	50,6 %	1.125.017	2.170.716	147.091.219	1,17 %	1,48 %
Država	5	6,3 %	905.479	2.581.288	23.145.643	1,39 %	11,15 %
Fizične osebe	79	100,0 %	34.960.051	68.996.935	185.183.692	37,26 %	37,26 %
Odkod. sklad	64	81,0 %	7.282.456	15.623.173	170.912.183	8,44 %	9,14 %
Ostali delničarji	79	100,0 %	27.829.047	61.862.336	185.183.692	33,41 %	33,41 %
Pidi	67	84,8 %	15.646.985	32.527.417	177.388.818	17,56 %	18,34 %
Pokojn. sklad	9	11,4 %	1.089.405	1.421.827	11.309.766	0,77 %	12,57 %

Preglednica 1b: Lastninska struktura v izbranem vzorcu slovenskih delniških družb, 31. 12. 1998 in 31. 12. 1999

Kategorija	Število podjetij	Delež v št. podjetij	Število delnic	Vrednost delnic v 1000 SIT	Vrednost del. v isti skup. delničarjev	Delež vseh delnic	Delež delnic istih skupin
31. 12. 1998							
Skupaj	106		178.068.661	347.413.712		100,00 %	
Banke	59	55,7 %	2.598.739	6.795.262	260.917.772	1,96 %	2,60 %
Država	5	4,7 %	43.161.599	86.641.928	114.002.763	24,94 %	76,00 %
Fizične osebe	104	98,1 %	45.529.808	88.492.511	339.377.532	25,47 %	26,07 %
Odkod. sklad	81	76,4 %	12.871.708	24.713.459	323.077.683	7,11 %	7,65 %
Ostali delničarji	103	97,2 %	35.149.934	65.401.828	307.545.418	18,83 %	21,27 %
Pidi	92	86,8 %	23.479.977	44.559.061	331.444.993	12,83 %	13,44 %
Pokojn. sklad	75	70,8 %	15.276.896	30.809.663	320.813.657	8,87 %	9,60 %
31. 12. 1999							
Skupaj	160		326.181.704	549.708.436		100,00 %	
Banke	82	51,3 %	6.799.304	10.933.729	321.722.386	1,99 %	3,40 %
Država	12	7,5 %	103.112.215	167.853.032	205.538.248	30,53 %	81,67 %
Fizične osebe	157	98,1 %	50.384.670	98.582.050	538.615.999	17,93 %	18,30 %
Odkod. sklad	112	70,0 %	16.468.571	33.222.922	503.973.819	6,04 %	6,59 %
Ostali delničarji	155	96,9 %	96.023.543	134.606.919	463.733.955	24,49 %	29,03 %
Pidi	130	81,3 %	34.775.810	64.391.569	512.031.758	11,71 %	12,58 %
Pokojn. sklad	100	62,5 %	18.617.591	40.118.215	495.713.566	7,30 %	8,09 %

- vse delniške družbe s seznama 30 največjih podjetij iz osrednjeslovenske regije,
- vse delniške družbe s seznamov 10 največjih podjetij ostalih regij,
- delniške družbe s seznama 100 največjih slovenskih gospodarskih družb.

Seznam teh 193 delniških družb smo poslali klirinško depotni družbi, ki nam je poslala podatke o strukturi delničarjev za 160 podjetij.

Če vzamemo, da je bil slovenski BDP po sprotnih cenah leta 1998 19.523 milijonov USD in povprečni tečaj za USD v letu 1998 166,1314 SIT, znaša BDP 3250 milijard SIT.

Anketirana podjetja so tako ustvarila približno 58,5 % slovenskega proizvoda, podjetja, za katera nam je klirinško depotna družba sporočila podatke o strukturi delničarjev, pa 45,4 % slovenskega proizvoda.

Število podjetij iz vzorca, ki so bila vpisana v register izdajateljcev delnic pri klirinško depotni družbi, se je vsako leto povečevalo. Skladno s tem se je povečalo tudi skupno število izdanih delnic podjetij iz vzorca ter vsota njihovih nominalnih vrednosti.

Kot lahko razberemo iz preglednice, so *banke* v obravnavanih štirih letih ohranjale približno enak delež lastništva v podjetjih iz vzorca, ki nikoli ni presegel 2 %. Vendar pa so banke krepile svoje lastništvo tistih podjetij, kjer so že bile (so)lastnice. Svojo moč so okrepile z 1,92 % leta 1996 na 3,4 % leta 1999 in tako skoraj podvojile (sicer ne velik) delež lastništva v »svojih« podjetjih.

Država se je v obravnavanem obdobju kot lastnik udeleževala v manj kot 10 % podjetij iz vzorca, kljub temu pa je izredno pomemben lastnik, v zadnjem času tudi največji. Tako je imela država 31. 12. 1999 že več kot 30 % lastniškega kapitala v podjetjih iz vzorca, čeprav je (so)lastnik le 12 podjetij od 160, v teh 12 podjetjih pa je obvladovala skoraj 82 % kapitala. Še 31. 12. 1996 je bilo lastništvo države minimalno: v 46 podjetjih iz vzorca je bila kot (so)lastnik udeležena le v dveh, kjer je obvladovala skupno 4,3 % kapitala, kar pa je pomenilo manj kot 0,3 % kapitala podjetij iz vzorca.

Fizične osebe so za razliko od države lastniki vedno manjšega deleža kapitala. 31. 12. 1996 so bili lastniki 38,5 % vsega kapitala podjetij iz vzorca, ki so ga 31. 12. 1997 še obdržali, že 31. 12. 1998 so imeli v lasti le še 25,5 % kapitala, dne 31. 12. 1999 pa le še 17,9 %. Kot lastniki pa so bile fizične osebe prisotne v (skoraj) vseh podjetjih iz vzorca.

Tudi *odškodninski sklad* spada med tiste skupine delničarjev, katerih delež kapitala počasi postaje vedno manjši. Delež podjetij, v katerih je odškodninski sklad (so)lastnik, se vsa štiri leta zmanjšuje, enako kot delež, ki ga ima ta delničar v vseh podjetjih iz vzorca (z 8,4 % leta 1996 na 6,0 % leta 1999). Tudi delež kapitala v »njegovih« podjetjih je padel z 8,6 % leta 1996 na 6,6 % leta 1999.

Delež *ostalnih delničarjev* (drugih pravnih oseb) se v obravnavanem obdobju spreminja, kljub temu da je delež (so)lastništva v vseh podjetjih iz vzorca visok (nad 95 %) in stabilen. Ostali delničarji so leta 1996 imeli 26,1 % lastniškega kapitala v vseh podjetjih iz vzorca, prav tako tudi v tistih, v katerih je bila ta skupina delničarjev (so)lastnik. Leta 1997 se je delež povečal na 33,4 %, leta 1998 skoraj prepolovil na 18,8 % (delež v »lastnih« podjetjih je znašal 21,3 %), leta 1999 pa je ponovno porasel na 24,5 % (v »lastnih« podjetjih na 29 %).

Tudi *pooblašcene investicijske družbe* (v nadaljevanju *pidi*) počasi izgublajo ekonomsko moč. Čeprav so solastniki več kot 80 % podjetij iz vzorca, je njihovo lastništvo pravzaprav majhno. Največji delež so imeli 31. 12. 1997, ko so bili lastniki 17,6 % kapitala vseh podjetij iz vzorca, v tistih, kjer so bili (so)lastniki, pa so obvladovali 18,3 % kapitala. Dve leti kasneje so pidi lastniki le še 11,7 % kapitala podjetij iz vzorca ter 12,6 % kapitala »lastnih« podjetij.

Tudi delež *pokojninskega sklada* se počasi zmanjšuje. Leta 1996 so bili lastniki 9,5 % kapitala vseh podjetij iz vzorca in 10,8 % kapitala v podjetjih, v katerih so bili (so)lastnik, leta 1999 pa le še 7,3 % oz. 8,1 %.

Opazimo lahko, da se izredno krepi ekonomska moč države kot lastnika kar 30,5 % vsega kapitala podjetij iz vzorca (če predpostavimo, da vzorec predstavlja celotno slovensko gospodarstvo oziroma kar tri desetine celotnega gospodarstva). Istočasno pada moč fizičnih oseb, ki so še leta 1996 obvladovale 38,5 % kapitala, leta 1999 pa le še 18 %. Pomemben je tudi delež drugih pravnih oseb, ki pa skozi obravnavano obdobje precej niha. Po doseženem dnu leta 1998 je njihov lastninski delež leta 1999 spet porastel. Delež ostalih institucionalnih delničarjev v tem obdobju počasi pada.

Če povzamemo dognanja, veljajo za razmerja med državo in gospodarstvom v Sloveniji naslednje ugotovitve:

Podatki kažejo, da se delež države in državno nadzorovanih institucij v lastninski strukturi gospodarstva od leta 1995 stalno povečuje, kar

v gospodarstvu krepi položaj države in politike na račun vse bolj neobglenih in neorganiziranih drobnih delničarjev ter ostalih korporacijskih delničarjev. V razmerah, ko ima država z lastniškimi deleži neposredno in posredno nadzor nad več kot polovico gospodarstva, vključno z domala vsemi pomembnejšimi gospodarskimi korporacijami, je seveda na dlani, da posredno obvladuje tudi Gospodarsko zbornico Slovenije.

Zelo visoka *koncentracija neposrednega lastništva*, precejšnji delež korporacijskega lastništva, nesorazmerno velika vloga države in bančnega sektorja pri upravljanju korporacij, tesna povezava med političnimi institucijami in združenji v vlogi lastnika dajejo vladi v Sloveniji še več vpliva na gospodarstvo. *Zelo koncentrirana kontrola in malo neposrednih delničarjev* v podjetju povečuje pritisk na upravo in zmanjšuje njeno samostojnost in s tem odgovornost, kar slabi učinkovitost poslovnih odločitev in dolgoročno tudi gospodarsko uspešnost in konkurenčnost.

Podatki potrjujejo, da trenutno stanje v Sloveniji kaže predvsem na etatizacijo družbe, to je *državni kapitalizem, z gospodarstvom pod večinsko (lastniško in regulatorno) kontrolo države oziroma vsakokratnih političnih strank in z državno nadzorovanimi lastniki* (različnih državno nadzorovanih skladov, agencij, bank in investicijskih oziroma razvojnih družb in javnih podjetij). Krepi se moč institucionalnih delničarjev, ki monopolizirajo trg kapitala in hromijo njegovo konkurenčnost. Čedalje manj t. i. razpršenih zunanjih in notranjih delničarjev in še ti so vse bolj brez vpliva. Notranje delničarstvo je brez slehernih vzpodbud in usiha.

Privatizacija kot temelj sodobne zasebnolastniške družbe v Sloveniji v bistvu še ni izvedena. Lastniki kapitala so postale institucije, ki jih je ustanovila država in so pod kontrolo politike. Spremenila so se le imena institucij oblastvenega torej javnega monopola nad kapitalom, ki ohranja nadvlado politike nad ekonomijo in civilno družbo.

Odperto ostaja vprašanje *ali je koncentrirana in monopolna delničarska struktura ustrezna za mlado tržno gospodarstvo*, kot je slovensko. Očitno je, da ne, saj ustvarja delničarske monopole in preprečuje konkurenco na kapitalnem trgu. Poleg tega krepi močan politični in državni vpliv na gospodarstvo, kar po naravi stvari omogoča zlorabe v škodo gospodarstva.

Treba bi se bilo torej zavzeti, da se trg kapitala, ki je nastal kot posledica administrativno določenih privatizacijskih modelov, *demonopolizira v korist konkurence bolj razpršenih lastnikov.* Razmere, kakršne na trgu ka-

pitala vladajo sedaj, niso v prid niti tržnemu gospodarstvu niti demokratični politični ureditvi, saj omogočajo državnim in s tem politični nadzor nad gospodarstvom. Vlada bi morala vzpodbuditi *oblikovanje in sprejetje predpisov, ki bodo preprečili monopolizacijo na trgu kapitala* v obliki velikih obvladujočih deležev v posameznih gospodarskih družbah oziroma vzpodbujevali razpršitev lastnine (predpisi s področja trga vrednostnih papirjev in davčni predpisi).

V Sloveniji se mora nadaljevati proces privatizacije, predvsem Slovenske razvojne družbe in monopolistov v gospodarski infrastrukturi ter bančnega in finančnega sektorja. Vzpodbuditi bi morali izdelavo *projekta prodaje državnega premoženja*, kar vključuje zlasti dele gospodarske infrastrukture, energetike, transporta, telekomunikacij, črne in barvne metalurgije ter tudi Slovenske razvojne družbe in bank ter obeh največjih skladov, ki sta institucionalna lastnika v večini slovenskih korporacij.

Dotlej pa je vsekakor *primernejše ohraniti dvotirni sistem upravljanja z nadzornim svetom*, saj je enotirni sistem primernejši le pri razpršeni lastnini in zares zasebnem gospodarstvu.

UPORABLJENA LITERATURA

- Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. 2000. *Razvojna paradigma – konceptualno izhodišče strategije gospodarskega razvoja Slovenije*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
- Simoneti M., M. Rems in M. Rojec. 1999. *Prikaz agregatnih sprememb v lastniški strukturi podjetij v Sloveniji: 1994–98*. Ljubljana: MEOR.

OPOMBE

1. Omejitve za tuje investitorje so naslednje: popolno tuje lastništvo ni mogoče na področju vojaške opreme, zavarovanja, transporta, telekomunikacij, založništva in oddajanja. Ni pa omejitev pri odstotku tujega lastništva bank, če ga odobri Centralna banka. Tuje lastništvo je omejeno na 24% borznoposredniških družb in 20% investicijsko upravljanih podjetij. Investicije v posredovalno podjetje je treba prijaviti pri Centralni banki. Tuji investitorji lahko dobijo 25% delež (ali višjega) lastniškega kapitala podjetij, ki so bila privatizirana po masovni privatizacijski shemi in katerih kapital presega 800 milijonov slovenskih tolarjev, le s soglasjem slovenske vlade.
2. V Nemčiji in Avstriji imajo banke in finančne organizacije odločilno vlogo pri zastopanju manjših delničarjev, v Sloveniji pa ni tako. Zato je

položaj institucionalnih delničarjev še močnejši, vpliv zunanjih delničarjev pa se zmanjšuje.

3. Glej opombo 1.
4. Podatki so iz gradiva, ki se pripravlja v okviru projekta, iz leta 2000. Projekt raziskuje korporacijsko upravljanje v Sloveniji; njegov naročnik je GZS, izvajalec pa Slovenski inštitut za management.
5. Pomen v preglednici uporabljenih izrazov:

Število podjetij: gre za število podjetij v vzorcu, v katerih nastopa posamezna skupina delničarjev.

Delež v številu podjetij: gre za delež podjetij, v katerih nastopa posamezna skupina delničarjev, glede na število vseh podjetij iz vzorca dne 31. 12. določenega leta.

Število delnic: predstavlja vsoto vseh delnic podjetij iz vzorca, katerih lastnik je posamezna skupina delničarjev.

Vrednost delnic: gre za vsoto nominalnih vrednosti tistih delnic podjetij iz vzorca, katerih lastnik je posamezna skupina delničarjev.

Vrednost delnic v isti skupini delničarjev: gre za vsoto nominalnih vrednosti vseh delnic tistih podjetij iz vzorca, v katerih nastopa določena skupina delničarjev (npr. vseh delnic podjetij, katerih solastniki so banke).

Delež vseh delnic: gre za delež vsot nominalne vrednosti delnic v lasti posamezne skupine delničarjev v nominalni vrednosti vseh delnic vseh podjetij iz vzorca (delež, ki ga ima neka skupina delničarjev v vseh podjetjih iz vzorca skupaj).

Delež delnic istih skupin: gre za delež vsot nominalnih vrednosti delnic v lasti posamezne skupine delničarjev v vsoti nominalnih vrednosti vseh delnic tistih podjetij iz vzorca, v katerih nastopa določena skupina delničarjev (delež, ki ga ima neka skupina delničarjev v tistih podjetjih iz vzorca, v katerih nastopa ta skupina delničarjev – npr. delež delnic, ki jih imajo banke v vseh podjetjih, katerih (so)lastniki so banke).