

**UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE**

Damjan Planinc

Mentor: doc. dr. Mihael Kline

**UGLED PREDSEDNIKOV UPRAV IN FINANČNA USPEŠNOST
PODJETIJ**

Diplomsko delo

LJUBLJANA, 2004

1 UVOD IN VPELJAVA KLJUČNIH KONCEPTOV	2
1.1 Komuniciranje predsednika uprave	5
1.2 Učinki komuniciranja	7
1.3 Ugled – problematičnost koncepta	8
1.4 Podjetje v stari in novi ekonomiji.....	10
2 PREDSEDNIK UPRAVE	13
2.1 Naloge predsednika uprave včeraj in danes	14
2.2 Mediji in predsednik uprave	16
3 FINANČNA JAVNOST	18
3.1 Borzni posredniki in analitiki	19
3.2 Trg vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji	24
3.3 Hipoteza učinkovitih trgov	25
4 UGLED	26
4.1 Identiteta korporacije.....	26
4.2 Podoba korporacije	28
4.3 Determinante ugleda korporacije.....	29
4.4 Ugled predsednika uprave in ugled podjetja	31
4.5 Ugled in finančna uspešnost podjetja	33
4.6 Ugled predsednika uprave in tržna vrednost podjetja	36
4.7 Vpliv menjave predsednika uprave na tržno vrednost podjetja.....	38
5 RAZISKAVA	39
5.1 Metodologija.....	39
5.1.1 Vzorec.....	39
5.1.2 Spremenljivke	39
5.1.3 Analiza.....	42
5.2 Rezultati.....	43
5.2.1 Prva hipoteza	43
5.2.2. Druga hipoteza.....	48
6 SKLEP	51
7 LITERATURA	53

1 UVOD IN VPELJAVA KLJUČNIH KONCEPTOV

Poslovna javnost se pri ocenjevanju in vrednotenju podjetij vse bolj zanaša na ugled predsednikov uprav. Podatki ameriške raziskovalne družbe Burson-Marsteller iz leta 2001¹ govorijo, da bi več kot 90 odstotkov borznih analitikov in institucionalnih vlagateljev v ZDA kupilo ali priporočilo nakup delnic na podlagi visokega ugleda predsednika uprave podjetja. Leta 1996 je bilo takih le 70 odstotkov. Zgovorna primerjava, ki nam lahko pove, da je ugled v investicijskem svetu vedno bolj zaželena entiteta. Ista raziskovalna družba je v Nemčiji prišla do naslednjih ugotovitev: skoraj polovica med osemsto člani finančne javnosti je priznala, da je bil pomemben dejavnik pri njihovem nakupu delnic, ugled predsednika uprave podjetja. Čeprav so takšne ugotovitve lahko zelo spolzek teren (pri tem mislim na številne argumente, ki spodbijajo takšne ugotovitve), pa vseeno menim, da ugled predsednika uprave pomembno vpliva na odločitve borznih posrednikov in analitikov, posredno s tem pa tudi na tržno vrednost podjetij. Poleg tega me je k odločitvi za raziskovanje omenjenega razmerja spodbudilo tudi zanimanje za dogajanje na borznem trgu in večletno spremljanje podjetij na ljubljanski borzi vrednostnih papirjev in njihovih predsednikov uprav.

Predpostavljamo lahko, da večje zanimanje borznih posrednikov in analitikov za nakup delnic izbranega podjetja vodi tudi k višji tržni vrednosti podjetja v smislu, da večje povpraševanje stimulira rast cene delnice. Na ceno delnice vplivajo različni dejavniki. Splošno prepričanje je, da je najpomembnejši dejavnik poslovanje podjetja, šele v zadnjem času pa narašča prepričanje, da odprto in dejavno komuniciranje s finančnimi javnostmi ustvarja razumevanje in zaupanje v podjetje ter s tem vpliva na ceno delnice oziroma tržno vrednost podjetja. Poznavanje in zavedanje o podjetju v finančnem svetu in zadovoljstvo vlagateljev lahko pomembno prispevajo k ustvarjanju razumevanja in zaupanja finančne javnosti.

Ugled podjetij in predsednikov uprav ni nova tema, vendar je šele v drugi polovici 20. stoletja doživela večje zanimanje strokovne javnosti. Številne raziskave skušajo dokazati, da ugled podjetja vpliva na odločitve deležnikov in obratno, znatno manj pa je raziskav, ki

¹ V raziskavo je bilo vključenih okoli 1.400 posameznikov iz petih skupin deležnikov: predsedniki uprav, drugi direktorji, finančni analitiki, vladni predstavniki in novinarji.

raziskujejo ugled predsednika uprave. Med slednjimi velja omeniti raziskave ameriške družbe Burson-Marsteller, ki od leta 1997 raziskuje ugled predsednikov uprav podjetij po vsem svetu. Po njihovih lanskih podatkih ugled predsednika uprave predstavlja kar 45 odstotkov celotnega ugleda podjetja. Od leta 1997 pa do danes je pomen ugleda predsednika uprave narasel za 14 odstotkov. Zanimivi so tudi podatki Davida Larckerja, profesorja na Wharton School of the University of Pennsylvania: 10-odstotna sprememba v ugledu predsednika uprave ima za posledico 24-odstotno spremembo v tržni kapitalizaciji podjetja.

Osnovni cilj diplomske naloge je ugotoviti vpliv ugleda predsednikov uprav petnajstih delniških družb z ljubljanske borzne kotacije, katerih delnice sestavljajo indeks SBI 20, na finančne rezultate podjetja ter ali njihov ugled vpliva na nakupne odločitve slovenskih borznih posrednikov in analitikov. Ali je ugled predsednika uprave dovolj velik magnet, da privlači borznike? Kaj po njihovem vpliva na ugled? Je to samo finančna uspešnost ali še kaj drugega?

V diplomski nalogi bom skušal preveriti naslednji **hipotezi**:

- ugled predsednika uprave podjetja pomembno vpliva na nakupne odločitve borznih posrednikov in analitikov;
- ugled predsednika uprave podjetja ni rezultat zgolj pretekle finančne uspešnosti podjetja.

Za dokazovanje obeh hipotez bom uporabil regresijsko analizo s podatki o razlikah med knjižnimi in tržnimi vrednosti podjetij, donosnosti kapitala in ugledu predsednikov uprav. V znatno pomoč pri raziskovanju teme so mi bili tudi neformalni pogovori z nekaterimi prijatelji, ki opravljajo delo borznega analitika ali posrednika.

Diplomsko delo je razdeljeno na šest poglavij. **Prvo poglavje** je namenjeno pregledu temeljnih konceptov, ki so uporabljeni v diplomskem delu in predstavlja teoretsko jedro celotnega dela. V njem skušam podati širši kontekst, ki bi lahko bolje osvetlil kompleksnost koncepta ugled predsednika uprave.

V **drugem poglavju** skušam osvetliti ključne razlike med tradicionalno in sodobno vlogo predsednika uprave. Mediji so pri tem pomembna razlikovalna točka.

Tretje poglavje je namenjeno borznim posrednikom in analitikom. V njem opisujem njihovo delo, njihove preference. Pri tem je pomembno vprašanje ali borzniki pri svojem odločanju gledajo le skozi finančne leče oziroma kako pomembni so »mehki dejavniki«, kot je denimo ugled.

V **četrtem poglavju** se poglobljeno ukvarjam z ugledom predsednika uprave in ugledom podjetja, ki sta v marsičem povezana in tesno prepletena. Obširen del tega poglavja namenjam konceptu ugleda podjetja, ki ima več teoretičnega in raziskovalnega ozadja kot koncept ugleda predsednika uprave, zato ga je bilo smiselno vključiti. Pomemben del tega poglavja je tudi razumevanje, kako ugled vpliva na finančno in tržno uspešnost podjetja.

V **petem poglavju** skušam s pomočjo regresijske analize na podlagi sekundarnih podatkov pojasniti vpliv ugleda predsednika uprave na finančno in tržno uspešnost podjetja.

Šesto poglavje s sklepnimi ugotovitvami zaokroža diplomsko delo. V njem združujem ugotovitve raziskave in pripadajoče teoretske koncepte. S svojimi ugotovitvami daje to poglavje tudi smernice za nadaljnje raziskovanje na tem področju.

Verjamem, da diplomsko delo zaradi svojih omejitev ne more povsem natančno prikazati vseh vidikov, s katerimi je povezano moje raziskovanje, kljub temu pa menim, da skuša dovolj verodostojno osvetliti in pojasniti odnos med ugledom predsednika uprave in uspešnostjo podjetja, ki ga vodi.

1.1 KOMUNICIRANJE PREDSEDNIKA UPRAVE

Za organizacije² so značilne tri osnovne vrste komuniciranja (van Riel, 1995: 2):

- komuniciranje vodstva (angl. management communication),
- tržno komuniciranje (angl. marketing communication) in
- organizacijsko komuniciranje (angl. organizational communication).

V okviru diplomskega dela me bo zanimalo predvsem komuniciranje uprave oziroma natančneje komuniciranje predsednika uprave³ delniške družbe z različnimi javnostmi. Tovrstno komuniciranje predstavlja del celovitega komuniciranja podjetja in je kot tako pomembno pri oblikovanju ugleda podjetja in predsednika uprave.

Vse večja vpetost v okolje zahteva od organizacij menjavo in ustvarjanje odnosov z okoljem. Van Riel (1995: 9) pravi, da komunikacija organizaciji omogoča, da začne dialog, ki ustvarja zavedanje, razumevanje in presojo strateških ciljev podjetja. Komuniciranje bi zato lahko opredelili kot središčno točko vsakega vodenja in upravljanja organizacij in podjetij. White in Mazur (1995) imata organizacije za imaginarne tvorbe, ki obstajajo zgolj v glavah ljudi v njenem notranjem in zunanjem okolju. Šele komuniciranje, deljenje pomenov omogoča nastanek, delovanje in kontinuiteto socialnih tvorb.

Komuniciranje z različnimi javnostmi predstavlja danes večino dela direktorjev in predsednikov uprav. To še posebej velja za podjetja, ki delujejo na trgu izdelkov za široko potrošnjo. Kitchen in Laurence (2003: 106) med najpomembnejše razloge, zakaj so predsedniki uprav za podjetje pomembni komunikatorji, štejeta naslednje:

- igrajo najbolj vidno vlogo voditelja,
- določajo značaj, kulturo podjetja in vzpostavljajo vizijo,
- njihovo pojavljanje v javnosti vpliva na mnoge deležnike,
- deležniki iščejo v podjetju identiteto in odnose. Predsedniki lahko predlagajo pozitivno identiteto za zaposlene, potrošnike,

² V diplomskem delu pogosto uporabljam besedo organizacija tudi, ko imam v mislih podjetje, profitno enoto. Za takšno poimenovanje sem se odločil, ker tudi večina navedenih avtorjev uporablja besedo organizacija (angl. organization) namesto besede podjetje (angl. company), tudi ko govorijo o podjetjih, korporacijah.

³ Uprava je po Zakonu o gospodarskih družbah obvezen organ vsake delniške družbe v Republiki Sloveniji.

- njihova podoba v javnosti je povezana s ključnimi vrednotami, ki jih izraža podjetje,
- učinkoviti voditelji morajo zavedno upravljati podobo, ki jo izražajo v javnosti.

Vloga glavnega komunikatorja pa še zdaleč ni preprosta, saj od predsednika uprave zahteva znanje in določene sposobnosti. Pincus (v Kitchen in Laurence, 2003: 114) pravi, da mora predsednik uprave kot dober komunikator izpolniti naslednje pogoje:

- biti konsistenten: v povezavi z drugimi sporočili podjetja,
- izkazovati sočutje: v smislu razumevanja zaposlenih in njihovih komunikacijskih potreb,
- biti selektiven: v smislu razlikovanja od ostalih menedžerskih vlog in njihovih komunikacij in uporabiti vodstveni vpliv,
- biti organiziran: integracija z ostalimi načrti korporativnega komuniciranja.

Pri izpolnjevanju teh pogojev naj bi predsednika uprave podpiral komunikacijski oddelek podjetja z njegovimi strokovnjaki za odnose z javnostmi.

Številne raziskave v svetu opozarjajo, da podjetja in njihovi predsedniki uprav ne komunicirajo dovolj učinkovito, včasih celo ne komunicirajo z deležniki, ki so ključnega pomena za njihov nadaljnji razvoj (Deetz v Kitchen in Schultz, 2004: 348). Med njimi se pogosto znajde tudi tako imenovana vlagateljska oziroma finančna javnost, ki jo sestavljajo vlagatelji, borzni posredniki, analitiki, finančniki in drugi. Ti od predsednikov uprav pričakujejo več kot zgolj le minimalno obveščanje, ki je zakonsko predpisano za podjetja, ki kotirajo na borzi. Hočejo in zahtevajo čim večjo preglednost delovanja podjetja. Zato vse večje zahteve vlagateljske in drugih javnosti po preglednosti poslovanja dajejo komuniciranju vodstva nov pomen. Higgins in Diffenbach vse večje zahteve po transparentnosti pojasnjujeta s tremi razlogi (van Riel v Schultz in drugi, 2000: 158):

- zakonske obveznosti,
- večja medijska pozornost za dogajanje v poslovnem svetu,
- pritisk s strani vodstva poslovnih enot na sedež podjetja po razkritju strategije.

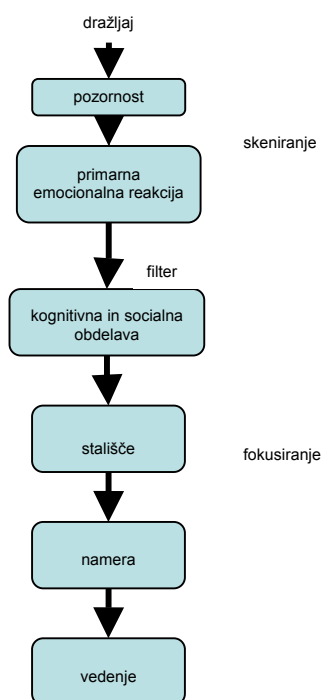
1.2 UČINKI KOMUNICIRANJA

Cilj vsakega komunikacijskega dejanja naj bi bil določen učinek. To gotovo še posebej velja za komunikacije podjetja, korporacije⁴, v ozadju katerih se skrivajo določeni ekonomski interesi. Vendar pa tudi za to vrsto komunikacije veljajo določeni psihološki procesi, ki se odvijajo tako na strani oddajnika kot na strani sprejemnika komunikacij. Po drugi svetovni vojni je bilo razvitih veliko število teorij množičnega komuniciranja, v nadaljevanju pa se bom osredotočil na van Raaijovo teorijo učinkov množičnega komuniciranja, ki sodi v rod novejših teorij komuniciranja. Njihova skupna točka je, da poudarjajo dejavno vlogo prejemnika. Predpostavljam, da je za finančno javnost, ki sodi med javnosti z nadpovprečno stopnjo izobrazbo, značilna dejavna vloga prejemnika in da večina komunikacij predsednika uprave poteka preko množičnih medijev (odtod množično komuniciranje).

Van Raaij (v Ule in Kline, 1996: 62) trdi, da je proces množičnega komuniciranja sestavljen iz dveh temeljnih stopenj: skeniranja in fokusiranja (glej Slika 1.1). V fazi skeniranja posameznik raziskuje okolje z namenom, da bi izbral pomembne dražljaje in informacije. Izbor dražljajev je odvisen od pričakovane zadovoljitve prevladujoče potrebe. Ali bo določen dražljaj dejansko izbran in predelan, je odvisno od pozornosti in primarne emocionalne reakcije. V procesu kognitivne in socialne obdelave posameznik preverja sporočila in jih povezuje z dosedanjimi izkušnjami. To je podlaga za oblikovanje in preoblikovanje stališč, kar lahko vodi k določenemu vedenju.

⁴ Za označevanje takšnih komunikacij v nadaljevanju uporabljam pojem komuniciranje korporacij namesto pojma korporativno komuniciranje. To predvsem zato, ker pomen slednjega ni enoten. Medtem ko korporativno komuniciranje v ZDA pomeni komuniciranje podjetja, v Evropi pogosto pomeni komuniciranje vsake organizacije (izhajajoč iz osnovnega latinskega izraza corpus) in ne le podjetja (Verčič, 2000: 11).

Slika 1.1: Model učinkov množičnega komuniciranja



Vir: van Raaij v Ule in Kline (1996: 63)

1.3 UGLED – PROBLEMATIČNOST KONCEPTA

Ugled je beseda, ki jo danes lahko srečamo na vsakem koraku. V časopisu beremo, kako se podjetja trudijo ohraniti svoj ugled, na televiziji slišimo, kako so korporativni škandali v ZDA spodjedli ugled največjih svetovnih podjetij, ugled je tudi predmet debate pri številnih vsakdanjih nakupnih odločitvah. Fombrun (v Kline, 2001: 15) meni, da koncept ugleda postaja vse pomembnejši zaradi globalizacije in eksplozije informacij, v kateri je ugled edini način, kako izstopati. Deloma je to tudi razlog, da je koncept ugleda v zadnjem obdobju doživel znatno povečanje zanimanja raziskovalcev in praktikov. Med tistimi, ki izhajajo iz ekonomske perspektive, velja omeniti Aakerja (v Cameli in Freund, 2002: 52), ki pravi, da omenjeni koncept izvira iz pojmovanja podjetja kot nosilca različnih virov⁵. Teorija virov, ki je zaznamovala strateški menedžment v osemdesetih in devetdesetih letih

⁵ Viri podjetja vključujejo premoženje, sposobnosti, znanje, informacije, attribute podjetja in drugo, ki omogočajo podjetju nastajanje in izvajanje strategij za večjo stopnjo učinkovitosti in zmogljivosti (Daft v Barney, 1991:101)

prejšnjega stoletja, pravi, da je konkurenčna prednost podjetja odvisna od ključnih virov. Barney, eden vidnejših predstavnikov te teorije, pravi (1991: 116), da so viri konkurenčne prednosti podjetja tisti viri, ki so dragoceni, redki, težko posnemljivi in nezamenljivi. Gre torej za t.i. mehke dejavnike, med katere menim, da sodi tudi ugled.

Vsesplošna razširjenost koncepta ugled pa še ne pomeni tudi njegovega enotnega razumevanja. Vzrok za to težavo izvira iz tega, da ima koncept ugleda korenine v številnih različnih disciplinah. V marketingu se ugled enači predvsem z blagovno znamko, v računovodstvu pomeni dobro ime, v ekonomskem smislu je signal podjetja različnim javnostim, s sociološkega zornega kota pa je ugled lahko status.

Problematičnost ugleda kot koncepta nakazuje tudi naslednja teza: »teoretska artikulacija ugleda kot konstrukta bi morala predvidevati mnogovrstne ekonomske in neekonomske kriterije, s pomočjo katerih deležniki ocenjujejo podjetje« (Fombrun in Shanley, 1990: 234). Seveda pa se tu postavlja vprašanje, kateri so ti kriteriji in kako jih vključiti v zastavljeni konstrukt. Med neekonomskimi kriteriji je morda še največ soglasja za poznanost oziroma vidnost, kar je predvsem posledica nastopanja podjetja in njegovega predsednika uprave v množičnih medijih.

Problematičnost koncepta ugleda odsevajo tudi različni procesi vrednotenja ugleda. V zadnjih letih lahko beležimo nastajanje številnih lestvic ugleda⁶ tako predsednikov uprav in ostalih direktorjev kot tudi podjetij. Te, kot pravita Schrum in Wuthnow (v Fombrun in Shanley, 1990: 233) kristalizirajo status podjetja znotraj industrijsko družbenega sistema. Vprašanje pa je, kaj te lestvice dejansko izražajo. Je to dejansko ugled, morda le poznanost podjetij ali kaj tretjega?

Mnogo manj kot lestvic ugleda podjetij pa je lestvic ugleda direktorjev oziroma predsednikov uprav. V Sloveniji najobsežnejšo lestvico ugleda direktorjev od leta 2003 sestavlja družba Kline & Partner.

⁶ Najbolj znana je lestvica ameriške poslovne revije Fortune »America's Most Admired Companies«, ki jo objavljajo že od leta 1982. Zasnovana je na podlagi osmih kriterijev (kakovost izdelkov, kakovost menedžmenta, inovativnost ...). Njena metodologija zbiranja podatkov in merilni inštrument sta bila doslej deležna številnih kritik. Najpogostejše je, da njihovi kriteriji preveč odsevajo finančne rezultate podjetja (halo efekt).

1.4 PODJETJE V STARI IN NOVI EKONOMIJI

Konec dvajsetega in začetek enaindvajsetega stoletja so zaznamovale številne družbeno-ekonomske spremembe (najbolj vidna je gotovo globalizacija), kar je pripeljalo tudi do spremenjene vloge podjetij in s tem novih konceptov njihovega upravljanja. Podjetja v novo nastalih razmerah oziroma podjetja v tako imenovani novi ekonomiji se zato znatno razlikujejo od podjetij v stari ekonomiji. V nadaljevanju me bo najbolj zanimala razlika med oprijemljivim premoženjem oziroma premoženjem materialne narave v podjetjih stare ekonomije in neoprijemljivim premoženjem v podjetjih nove ekonomije. Pomemben del slednjega je tudi ugled predsednika uprave in podjetja.

Časovno mejo med staro in novo ekonomijo je težko natančno določiti (različni avtorji pri tem uporabljajo različne definicije), da pa bi vseeno dobil jasnejšo podobo, bom v nadaljevanju termin »podjetje v novi ekonomiji« uporabljaj za podjetja v času od sedemdesetih let prejšnjega stoletja dalje. Shrivastava (1995: 119) označi čas od tega obdobja dalje kot postindustrijska modernizacija zahodne družbe. Za postindustrijske družbe so značilni naslednji atributi: ekonomski sektor, ki sloni na storitvah in visokotehnoloških sektorjih; globalizacija na finančnih, proizvodnih in izdelčnih trgih; ekonomska rast soočena z ekološkimi omejitvami; demokratizacija trgov in politike (glej Shrivastava, 1995). Spremenjene razmere pa terjajo tudi drugačno vodenje podjetja. Shrivastava (1995: 118) predlaga ekocentrično paradigmo menedžmenta, ki zagovarja ekološko usmerjeno pojmovanje medorganizacijskih odnosov in aktivnosti vodstva znotraj podjetja. Smotrnejše bi bilo verjetno, če bi to paradigmo poimenovali družbeno odgovorno, saj je njen cilj dobrobit vseh deležnikov. Tradicionalno poslanstvo podjetja je nacionalno in finančno usmerjeno. Naloga podjetja je, da zadovolji želje in povpraševanje le manjšega števila deležnikov. Ekocentrični menedžment pa usmerja poslanstvo podjetja k dolgoročnim, globalnim in okoljskim temam (glej Tabela 1.1).

Tabela 1.1: Razlike med tradicionalnim in družbeno odgovornim menedžmentom

Tradicionalni menedžment	Družbeno odgovorni menedžment
<i>Cilji</i>	
Ekonomska rast in dobiček	Trajnostni razvoj in kakovost življenja
Bogastvo za delničarje	Blaginja za delničarje
<i>Poslovne funkcije</i>	
Cilj marketinga je povečati potrošnjo	Marketing izobrazuje potrošnike
Cilj financ je maksimizirati kratkoročno donosnost	Finance so sredstvo dolgoročne, stabilne rasti
Računovodstvo se usmerja na konvencionalne stroške	Računovodstvo se usmerja na okoljevarstvene stroške
Kadrovski cilj podjetja je povečati produktivnost zaposlenih	Kadrovski cilj podjetja je ustvariti varnost in zadovoljstvo na delovnem mestu

Vir: prirejeno po Shrivastava (1995: 131).

K naštetim dejavnikom je treba dodati še, da doslej nikoli ni bilo večje potrebe po učinkoviti komunikaciji s podjetjem in podjetja z njegovimi deležniki, kot je to danes (van Riel v Kitchen in Schultz, 2004: 348). Komuniciranje je tako postalo ena glavnih razlikovalnih točk med podjetji stare in nove ekonomije. Podjetje, ki danes ne komunicira s svojimi deležniki, praktično nima možnosti za obstoj. Kitchen in Schultz celo trdita, da je za tržni uspeh komuniciranje lahko pomembnejše od izdelkov in storitev (2004: 352).

Globalni razvoj finančnega sektorja, logistike, komunikacij in marketinga je pripeljal do tega, da je korporativna entiteta postala pomembnejša od blagovnih znamk izdelkov in storitev (Mitchel v Kitchen in Schultz, 2004: 348). Tradicionalno komuniciranje podjetja zgolj s potrošniki in strankami izpodriva širši spekter komunikacije, ki zajema tudi številne druge javnosti, notranje in zunanje. Čeprav komuniciranje z njimi neposredno ne povečujejo prodaje, pa lahko podjetje z njihovo pomočjo izboljša poslovanje in ustvari večjo tržno vrednost. Zato Kitchen in Schultz v osrednjo točko podjetij v 21. stoletju postavljata sodoben koncept komuniciranja korporacij, ki temelji na osmih točkah (glej Tabela 1.2). Prva izmed njih predpostavlja tržni prostor, kjer se oblikuje dialog med podjetjem in njegovimi deležniki. Prepričani smo lahko, da se bo interaktivnost odnosov v prihodnje še stopnjevala. Zato bodo morala podjetja vse bolj »poslušati« svoje deležnike, ne le jim »govoriti« preko sredstev oglaševanja, odnosov z javnostmi ... Pomemben del tega dialoga gotovo predstavljajo tudi predsedniki uprav podjetij.

Druga razlika med komuniciranjem tradicionalnih korporacij in komuniciranjem korporacij 21. stoletja je organizacijske narave. »Integracija organizacije je eden glavnih ciljev menedžerjev v 21. stoletju.« (Kitchen in Schultz, 2004: 359) Proces integracije zajema tudi komunikacijsko funkcijo v podjetju, ki je doslej pogosto delovala po vzorcu »načrtuj–razvij–izvrši« (Kitchen in Schultz, 2004: 360). V interaktivnem tržnem prostoru, kjer potekajo odnosi vzajemnosti, pa to ne zadostuje več. Zato morajo podjetja in njihovi vodilni razviti nov vzorec »zaznaj–prilagodi–odgovori«.

Izmed ostalih razlik med tradicionalnim in sodobnim korporativnim komuniciranjem bi poudaril še razliko med oprijemljivim (angl. tangible) in neoprijemljivim (angl. intangible) premoženjem, ustvarjanje vrednosti za stranke (angl. customer value) in usmeritev v komuniciranje.

Vrednost neoprijemljivega premoženja, kamor lahko prištevamo ugled, intelektualno lastnino, patente, blagovne znamke, znanje zaposlenih in podobno, se je v zadnjem obdobju znatno povečala. Če je včasih izkaz uspeha podjetja, kot trdno in oprijemljivo premoženje, veljal za osnovo vrednotenja podjetja, naraščajoči pomen neoprijemljivega premoženja postavlja pred podjetja naslednje vprašanje: kako svojim deležnikom posredovati nov niz vrednot. »Sposobnost podjetja, da razloži, ponazori in celo prepriča finančno javnost, partnerje in zaposlene o novih vrednotah korporacije, postaja eden ključnih elementov menedžmenta.« (Kitchen in Schultz, 2004: 362)

Komuniciranje tradicionalnih korporacij poudarja predvsem prednosti izdelkov in storitev podjetja, komuniciranje sodobnih korporacij pa se usmerja na stranke (angl. customers). Izdelki in storitve sta tako samo eno izmed sredstev, kako dobiti in obdržati stranke. Podobno naj bi veljalo tudi za finančno javnost. Kitchen in Schultz (2004: 362) pravita, da vrednost organizacije ni njena trenutna tržna vrednost, temveč je to zaupanje in odobravanje delničarjev v sposobnosti menedžmenta.

Prehod v sodobno komuniciranje korporacij pomeni tudi prehod iz obdobja, kjer se je komuniciranje smatralo kot strošek podjetja, v obdobje, kjer je komuniciranje naložba, ki se jo obravnava tako kot ostale naložbe. »Naložbe v komuniciranje in donosi, ki iz njih izhajajo, bodo v prihodnje postali ena glavnih prioritet mnogih podjetij.« (Kitchen in Schultz, 2004: 363)

Tabela 1.2: Razlike v komuniciranju tradicionalnih in sodobnih korporacij

Komuniciranje tradicionalnih korporacij	Komuniciranje korporacij 21. stoletja
Navzven usmerjena komunikacija	Dialog in interaktivnost
Ločen pristop h komunikaciji	Integriran pristop
Nacionalna usmerjenost podjetja	Globalna usmerjenost podjetja
Oprijemljivo premoženje	Neoprijemljivo premoženje
Poudarek je na izdelku	Poudarek je na stranki
Podjetje je monolit	Zavezništvo in povezave
Komunikacija je strošek	Komunikacija je večšina številka ena
Izdelčni branding	Branding korporacije

Vir: Kitchen in Schultz, 2004: 353–364.

Zanimiv pogled v »naravo« današnjih podjetij ponuja tudi raziskava poslovne revije Fortune in raziskovalne družbe Burson-Marsteller, ki je skušala ugotoviti najpomembnejše cilje podjetij.

Tabela 1.3: Najpomembnejši cilji današnjega podjetja

Cilji podjetja	pogostost odgovorov v odstotkih
Ustvarjanje nadpovprečne vrednosti za delničarje	65
Vodja v svoji panogi	57
Usmerjenost k svojim strankam	53
Najbolj dobičkonosno podjetje	44
Najbolje vodeno podjetje	32
Najboljše podjetje za zaposlitev	30
Podjetje z najboljšimi talentiranimi kadri	25
Najbolj inovativno podjetje	23
Najbolj občudovano podjetje	19
Podjetje, ki ustvarja največ prihodkov	18
Močne globalne blagovne znamke	17
Najbolj poznano podjetje	16

Vir: http://www.bm.com/insights/popups/charisma_pop.html, On the Minds of CEOs, dosegljivo 10.8.2004

Poslovna javnost, zlasti ameriška, je v minulih letih do konca prignala prepričanje, da je vrednost za delničarje (angl. shareholder value) najbolj pomembna odgovornost in naloga predsednika uprave. Toda spremenjena narava dela, povečan medijski vpliv in globalizacija prinašajo pred predsednike uprav nove izzive in odgovornosti.

2 PREDSEDNIK UPRAVE

Predsedniki uprav delniških družb⁷ so danes bolj kot kdajkoli prej pod drobnogledom vlagateljev in medijev. Vzrokov za to je več, med pomembnejšimi pa lahko omenimo splošni porast zanimanja za vlaganje v vrednostne papirje (predvsem v državah, ki doslej niso imele razvitega kapitalskega trga), razcvet poslovnih medijev, večje zanimanje različnih javnosti za delo predsednikov uprav in drugo.

V razvitih gospodarstvih se vse bolj uveljavlja prepričanje, da je predsednik uprave blagovna znamka, ki podjetju zagotavlja konkurenčne prednosti. Kot pravita Gainess-Ross in Komisarjevsky (1999: 4) predsedniki uprav, ki poosebljajo ključne vrednote podjetja, dajo podjetju prepoznaven pečat med številnimi deležniki.

Predsedniki uprav igrajo zelo pomembno vlogo pri upravljanju velikih podjetij (Katz in Kahn v Waldman in drugi, 2001: 134). Posebno pozornost najvišjim menedžerjem in njihovim vplivom na oblikovanje strategije in poslovanje podjetja namenja tudi teorija strateškega menedžmenta.

2.1 NALOGE PREDSEDNIKA UPRAVE VČERAJ IN DANES

Klasično razumevanje menedžmenta obravnava predsednike uprav in ostale direktorje kot mislece, danes pa so zanje značilne tako imenovane mehke veščine, ki temeljijo na obvladovanju odnosov in komuniciranju. Že v osemdesetih letih so menedžerji za komuniciranje namenili večino svojega časa. Ta odstotek je verjetno danes še višji. Predsednik uprave zdaj ne samo vodi podjetja, temveč je tudi mnenjski voditelj pri mednarodnih temah, zaščitnik okolja, borec za človekove pravice, odličen strateg, marketinški strokovnjak ... V tujini najdemo veliko primerov, ki to potrjujejo. Richard Branson, Bill Gates, Anita Roddick, Jack Welch s pomočjo svoje osebnosti in

⁷ Delniška družba je oblika gospodarske kapitalske družbe, ki ima lastno pravno sposobnost oz. je pravna oseba. Delničarji odgovarjajo za obveznosti družbe zgolj do višine vplačanega kapitala, d.d. pa odgovarja nasproti tretjim za svoje obveznosti z vsem svojim premoženjem. Pri ustanovitvi mora osnovni kapital znašati najmanj 3 mio SIT. (vir: www.ljse.si)

komunikacije gradijo identiteto podjetja, a na drugi strani nastopajo tudi kot mnenjski voditelji pri pomembnejših družbenih in političnih vprašanjih. Katere značilnosti naj bi odlikovale predsednike uprav v 21. stoletju, sta v raziskavi med poslovno javnostjo skušala odkriti tudi revija Fortune in komunikacijska družba Burson-Marsteller (glej Tabela 2.1).

Tabela 2.1: Najpomembnejše vodstvene značilnosti predsednika uprave v 21. stoletju

Značilnosti predsednika uprave	pogostost odgovorov v odstotkih
Vizionar	37
Magnet za talente	36
Upravlja spremembe	31
Odlično izvršuje	25
Komunicira znotraj podjetja	21
Usmerjen k strankam	20
Motivira druge	13
Spodbuja sodelovanje in timsko delo	12

Vir: http://www.bm.com/insights/popups/charisma_pop.html, On the Minds of CEOs, dosegljivo 10.8.2004

Predsednik uprave bi v današnjem času moral biti prvi komunikator podjetja v odnosu z zaposlenimi, vlagatelji, mediji, potrošniki, lokalno skupnostjo in drugimi. Gaines-Ross (2000) in drugi strokovnjaki družbe Burson-Marsteller so z raziskavo »Maximizing CEO Reputation« skušali tudi ugotoviti, kakšno vrsto informacij naj bi neposredno posredovali predsedniki uprav. 86 odstotkov vprašanih želi od njih slišati informacije o dolgoročni strategiji podjetja, 40 odstotkov o kratkoročni strategiji, 34 odstotkov pa finančne rezultate. Odgovori na zgoraj zastavljeno vprašanje se razlikujejo glede posamezne skupine deležnikov. Tako finančni analitiki nadpovprečno radi slišijo informacije o prevzemih in združitvah.

O vlogi predsednika uprave govori tudi raziskava svetovalnega podjetja Accenture (www.accenture.com), ki so jo opravili med vodilnimi direktorji v Evropi, ZDA in Aziji⁸:

- 50 odstotkov vprašanih direktorjev meni, da je vloga predsednika uprave danes manj privlačna kot v preteklosti,

⁸ V raziskavo je bilo vključenih 243 vodilnih direktorjev podjetij v ZDA, Evropi in Aziji. Raziskava je bila opravljen oktobra 2002.

- 76 odstotkov vprašanih direktorjev je prepričanih, da ima predsednik uprave neposreden vpliv na njihove delovne dosežke,
- 67 odstotkov jih meni, da je ohranjanje zaposlenih v podjetju ena najpomembnejših strateških prioritet predsednika uprave, 58 odstotkov pa jih meni, da je to »razvijanje« zaposlenih,
- 71 odstotkov vprašanih direktorjev pravi, da bi še naprej želeli delati pod vodstvom dosedanjega predsednika uprave.

2.2 MEDIJI IN PREDSEDNIK UPRAVE

Medtem ko so bile še pred leti medijske luči usmerjene predvsem v podjetja, se zdaj slika spreminja. V ospredje stopajo predsedniki uprav in ostali vodilni direktorji. Po podatkih podjetja Burson-Marsteller so poslovni mediji v ZDA leta 2000 v primerjavi z letom 1997 več kot 50 odstotkov več časa in prostora namenili vodilnim menedžerjem. Še drugi podatki iste družbe kažejo, da se je prisotnost direktorjev v ameriških medijih v letih 1992–1997 povečala za 21 odstotkov (Gaines-Ross in Komisarjevsky, 1999: 1). Tudi v Sloveniji postajo predsedniki uprav in ostali direktorji vse vidnejše osebe. Razlogov za to je več: porast števila poslovnih medijev, več prostora in časa, ki ga ostali mediji namenjajo gospodarskim temam ter večja želja direktorjev po prepoznavnosti. Generator te želje so pogosto oddelki za odnose z javnostmi, ki naj bi skrbeli tudi za direktorjevo javno podobo oziroma za strateško upravljanje ugleda.

Med mediji, ki največ prostora in časa namenjajo vodilnim menedžerjem, so v ospredju še vedno klasični tiskani in elektronski mediji. Gaines-Ross in Cakim (2002: 33) opažata, da postaja vse pomembnejši tudi internet. Leta 1997 je samo 5 odstotkov poslovne javnosti zatrdilo, da je informacije o predsednikih uprav pridobilo preko interneta, leta 2002 pa je bilo takih že 23 odstotkov. Podobne izsledke o prevladi »klasičnih medijev« lahko najdemo tudi v raziskavi »Maximizing CEO Reputation« družbe Burson Marsteller (Gaines-Ross, 2000). Ta ugotavlja, da si 82 odstotkov vprašanih oblikuje mnenje o direktorju preko poslovnih revij. Pri nacionalnem dnevnem časopisu je ta odstotek 78. Raziskovalci pa opažajo nove komunikacijske kanale. Kar 62 odstotkov vprašanih oblikuje mnenje o direktorju s pomočjo raznih govoric, sledijo televizijski kanali, ki oddajajo 24 ur

na dan in 7 dni v tednu (57 odstotkov) ter internet (17 odstotkov). Vpliv teh kanalov na ugled direktorjev se je v letih 1997–2000 znatno povečal. Leta 1997 so govorice pomenile 58 odstotkov, televizijski kanali 40 in internet 5 odstotkov.

Mediji pa so lahko tudi orodje predsednikov uprav in drugih direktorjev. Ti skušajo vplivati na deležnike podjetja tako, da propagandne informacije razširjajo skozi članke v tiskanih medijih in skozi ostale pojavne oblike množičnih medijev (McQuail v Fombrun in Shanley, 1990: 240). Bolj zanimivo zgodbo imajo za medije, bolj so lahko pri tem uspešni.

3 FINANČNA JAVNOST

Med finančne javnosti podjetja štejemo delničarje, vlagatelje⁹, borzne posrednike in analitike, regulativne organe, novinarje ter druge, katerim je skupen interes ekonomsko in finančno poslovanje podjetja. Podjetje z vzpostavitvijo odnosov s finančnimi javnostmi gradi in ohranja odnose z namenom zagotavljanja pretoka informacij in željo vplivati na tržno vrednost podjetja. Zato ocenjujem, da bi komuniciranje s finančnimi javnostmi moralo soditi med ključna opravila vsakega predsednika uprave javne delniške družbe, saj je ena pomembnejših nalog predsednika uprave podjetja ustvarjati vrednost za delničarje oziroma povečevanje tržne vrednosti podjetja.

Finančne javnosti so naredile življenje za predsednike uprav težavno. Finančni analitiki in številni vlagatelji ne pričakujejo samo močne rasti podjetja, temveč »super« močno rast. Od predsednikov uprav pričakujejo, da bodo ti zmožni vsako četrletje napovedati točne rezultate, ne glede na to, kaj se dogaja na trgu, tako lokalnem kot globalnem.

Slovenska podjetja so razen nekaj izjem na področju razvoja odnosov s finančnimi javnostmi še na začetku poti. To potrjuje tudi raziskava mednarodne revije Investor relations magazine (glej Stewart, 2003), ki je Slovenijo uvrstila na peto mesto med tako imenovanimi tranzicijskimi državami. Pred njo so Madžarska, Poljska, Estonija in Češka. Rezultat je med drugim tudi posledica dejstva, da je pri nas generalni direktor oziroma predsednik uprave pogosto edina oseba v podjetju, ki se ukvarja z odnosi s finančniki in vlagatelji.

⁹ Vlagatelj ima širši pomen kot delničar, saj z njim označujemo tudi posojilodajalce in ostale kupce dolžniškega kapitala podjetja. Delničarji pa so kupci lastniškega kapitala podjetja.

3.1 BORZNI POSREDNIKI IN ANALITIKI

V nadaljevanju obravnavam borzne posrednike in analitike v skupnem poglavju, saj je v mnogih slovenskih borznoposredniških družbah¹⁰ in drugih finančnih institucijah njuna vloga združena v eno osebo.

Borzni posredniki in analitiki ponavadi vrednotijo podjetja glede na pričakovane dobičke, ki naj bi jih ustvarila v prihodnjih letih. Pri tem se poslužujejo tradicionalnega računovodstva, ki zajema preteklo poslovanje. Preteklo poslovanje pa seveda ne more biti tudi zagotovilo za prihodnje poslovanje. Vlagatelji, finančni analitiki in borzni posredniki želijo informacije, usmerjene v prihodnost, s pomočjo katerih bodo lahko lažje napovedovali prihodnje poslovanje podjetja. To pa niso samo informacije finančne narave. Zato se zatekajo tudi k neoprijemljivemu premoženju, ki ga sedanje bilance stanja ne zajemajo. Gre za cel spekter različnih informacij, na podlagi katerih si borzni posredniki in analitiki ustvarijo predstavo o podjetju. Eno pomembnejših neoprijemljivih premoženj je tudi predsednik uprave in njegov ugled.

Borzni analitiki in posredniki so pomemben vir informacij vlagateljem v vrednostne papirje in kot taki predstavljajo vez med vlagatelji in delniško družbo (glej Slika 3.1). To nas lahko tudi napelje na misel, da ti s svojimi dejanji vplivajo na ceno delnice. Ugotovitve Univerze Stanford kažejo, da delnice, ki so jim borzni analitiki v svojih priporočilih bolj naklonjeni, dosegajo boljše rezultate kot tiste, ki so jim analitiki manj naklonjeni (Barber in drugi, 2001: 1). Letni donos portfelja delnic, ki so jim bili analitiki bolj naklonjeni v obdobju 1986–96, je znašal 3,97 odstotka, letni donos delnic, ki so jim bili manj naklonjeni, pa je bil negativen in je znašal –9,06 odstotka. Vendar se je treba pri tem vprašati, ali morda ni bolj relevantna ugotovitev, da poslovanje podjetja zbuja pričakovanja, na podlagi katerih se oblikujejo priporočila borznih analitikov kot ugotovitev, ki jo skuša dokazati omenjena raziskava.

¹⁰ Borznoposredniška družba je po 10. členu Zakona o gospodarskih družbah RS gospodarska družba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki je pridobila dovoljenje Agencije za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji.

Slika 3.1: Borzni posredniki in analitiki so vmesni členi med delniško družbo in vlagatelji



Vir: Razpet in drugi, 2003: 36

Borzne posrednike bi lahko poimenovali tudi trgovce z delnicami. Borzni posrednik naj bi dobro poznal rezultate in načrte podjetja, skratka mora biti zelo dobro obveščen o podjetjih kot tudi o predsednikih uprav, ki jih vodijo. Borzni posredniki za opravljanje svojega dela potrebujejo licenco, ki jim jo podeli Agencija za trg vrednostnih papirjev RS.

Med finančnimi analitiki ločimo dve vrsti analitikov. Analitike na strani prodajalcev, ki delujejo v borznoposredniških hišah, in analitike na strani kupcev, ki delajo za velike delničarje. V nadaljevanju se bom osredotočil na prve. Naloga analitikov je ocenjevanje vrednost delnic v odvisnosti od različnih dejavnikov (dobiček, donos, knjigovodska vrednost, stopnja rasti in drugo), odgovarjajo pa tudi na vprašanja vlagateljev. Analitike in vlagatelje še posebej zanima tržni nastop podjetij. Te podatke spretno vključijo v njihove odločitve (Fama v Fombrun in Shanley, 1990: 237).

Še nikoli doslej borzni analitiki in posredniki niso imeli na voljo toliko informacij kot v zadnjih letih. Razpet in drugi (2003: 51) ločijo tri sklope informacij, ki zanimajo analitike, borzne posrednike in vlagatelje:

- finančne podatke (finančna struktura in dosedanja uspešnost podjetja, lastnosti panoge, v kateri podjetje posluje),
- informacije o vodstvu podjetja in
- poslovne načrte.

Fombrun in Shanley (1990: 234) pravita, da ekonomski kazalci niso edini, na podlagi katerih bi lahko posamezniki ocenjevali podjetja. Različni deležniki različno ocenjujejo podjetja.¹¹ Kljub temu pa bi si upali trditi, da so pri ocenjevanju podjetja ekonomski in finančni podatki pomembnejši za borzne posrednike in analitike kot za druge deležnike podjetja. Raziskava svetovalnega podjetja Ernst & Young pa pravi, da institucionalnim vlagateljem kar 35 odstotkov ocene podjetja predstavljajo nefinančni kazalniki. Pri oceni podjetja je zanje najpomembnejša verodostojnost uprave in njegova sposobnost izvajanja strategije (Gaines-Ross in Komisarjevsky, 1999).

Kot lahko torej sklepamo, se borzni posredniki in analitiki soočeni s številnimi dejavniki, ki določajo poslovno usodo, pogosto raje zanašajo na oprijemljive dejavnike, kot je na primer predsednik uprave podjetja. Mnogo enostavneje je kompleksno situacijo zreducirati na posamezno osebo (Rakesh Khurana v Revell, 2002: 190). Shrum in Wuthnow (v Fombrun in Shanley, 1990: 235) pri tem opozarjata na informacijsko asimetrijo. Več kot je v odnosu med predsedniki uprav in deležniki informacijske asimetrije in nejasnosti, bolj verjetno je, da bodo slednji iskali informacije. To tezo lahko dopolnimo tudi z geštalt teorijo, ki pravi, da si ljudje vrzeli v znanju vedno zapolnijo z drugimi informacijami in sklepanjem. Tako si ustvarijo svet, sestavljen iz smiselno zaokroženih celot.

Kako pomemben je ugled predsednika uprave za slovenske borzne posrednike in analitike, je skušala razjasniti tudi raziskava¹² Gospodarskega vestnika (glej Planinc, 2004). V nadaljevanju predstavljam njene ugotovitve.

¹¹ Borzni analitiki in posredniki se tako kot ostali ljudje odločajo ne samo na podlagi stvarnih podatkov, ki jih dobijo iz okolja, temveč tudi na podlagi percepcij, pa naj si bodo te točne ali ne. Percepcija pomeni, da prejemnik »pripusti« sporočilu dostop do zavesti in da ga sprejme v nadaljnjo mentalno obravnavo (Ule in Kline, 1996: 135).

¹² N=35. Vzorec ni reprezentativen, zato tudi ni možno sklepanje na populacijo.

Tabela 3.1: Dejavniki, ki vplivajo na nakup delnic

Kakšen pomen pripisujete posameznim dejavnikom pri nakupu delnic podjetij v borzni kotaciji (špekulativni dejavniki so tukaj izključeni)?

(1 – najmanj pomembno, 5 – najpomembnejše)

Dejavnik	povprečna ocena
finančna uspešnost	4,8
strategija podjetja	4,3
načrti podjetja	4,3
kakovosten menedžerski tim	4,0
kakovost izdelkov ali storitev	3,8
razmere v panogi	3,8
ugled predsednika uprave	2,9
skrb za zaposlene	2,8
družbena odgovornost podjetja	2,3

Ni presenetljivo, da borzni posredniki in analitiki pri nakupu delnic najbolj upoštevajo finančne kazalce. Najmanj pomembna dejavnika pri nakupu delnic za slovenske borznike sta skrb za zaposlene in družbena odgovornost podjetja. Gre za dejavnika, kjer je težje ovrednotiti njun prispevek k uspešnemu poslovanju podjetja. Nekaj večji pomen ima ugled predsednika uprave. Prepričan sem, da bi bil vrstni red odgovorov drugačen, če bi vprašanje zastavili kateri drugi skupini deležnikov.

Tabela 3.1: Dejavniki, ki vplivajo na ugled predsednika uprave

Koliko na ugled predsednika uprave vplivajo naslednji dejavniki?

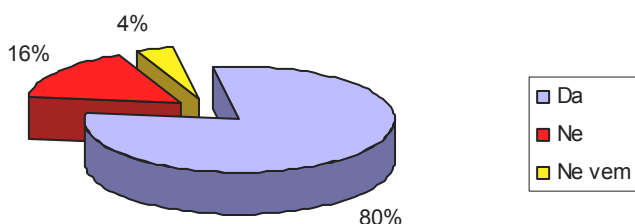
(1 – najmanj pomembno, 5 – najpomembnejše)

Dejavnik	povprečna ocena
finančna uspešnost podjetja	4,6
strategija podjetja	4,2
verodostojnost predsednika uprave	4,0
komuniciranje vizije podjetja	3,9
kakovostni izdelki in storitve	3,6
visoka etična načela poslovanja	3,4
skrb za zaposlene	3,1
družbena odgovornost podjetja	2,8

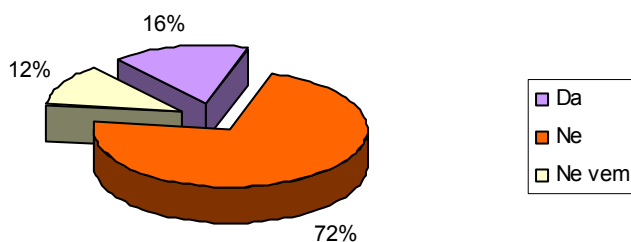
Po mnenju slovenskih borznikov na ugled predsednika uprave najbolj vpliva finančna uspešnost podjetja. Kot pri zgornjem vprašanju je tudi tukaj drugi najbolj pomemben dejavnik strategija podjetja, najmanj pomembna pa družbena odgovornost podjetja.

Slika 3.2: Borzni posredniki in analitiki so pomanjkljivo obveščeni

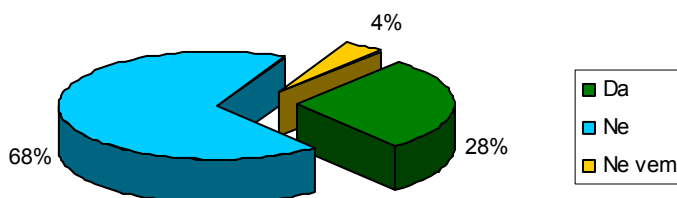
Menite, da ugled predsednika uprave vpliva na uspešno poslovanje podjetja?



Menite, da predsedniki uprav podjetij, katerih delnice so v borzni kotaciji, dovolj skrbijo za ugled podjetja, ki ga vodijo?



Ali ste dovolj seznanjeni z načrti in delom predsednikov uprav podjetij v borzni kotaciji?



Kar dve tretjini posrednikov in analitikov pravita, da nista dovolj obveščeni z načrti in delom predsednikov uprav podjetij z borzne kotacije. Na podlagi tega bi lahko sklepali, da slovenski predsedniki uprav premalo komunicirajo s finančno javnostjo oziroma na

pomanjkljivo razvite odnose z vlagatelji. To potrjuje tudi raziskava Investor Relations Central & Eastern Europe, ki med državami Srednje in Vzhodne Evrope Slovenijo uvršča za Madžarsko, Poljsko, Estonijo in Češko (glej Stewart, 2003).

Pri interpretaciji odgovorov je treba opozoriti, da gre za eksplicitne odgovore. To pomeni, da so lahko ti družbeno zaželeni in ne odražajo nujno tudi dejanj borznih posrednikov in analitikov.

3.2 TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV V REPUBLIKI SLOVENIJI

Trg vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji je zožen na sekundarni trg kapitala, kar pomeni, da se trguje z že izdanimi vrednostnimi papirji na organiziranem trgu, kjer nakupe in prodaje opravljajo borzni posredniki, in na neorganiziranem trgu, kjer se trguje z delnicami podjetij, ki ne zadovoljujejo kriterijev za uvrstitev na borzo.

Organizirani trg sestavljata dve kotaciji: borzna kotacija in prosti trg. Za sprejem v obe kotaciji mora podjetje zadovoljevati kriterijem, ki jih predpisuje Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. Za sprejem v borzno kotacijo mora podjetje poslovati vsaj tri leta, imeti vsaj 1.000 milijonov tolarjev osnovnega kapitala, razpršenost kapitala mora biti vsa 25-odstotna. Vrednostne papirje, ki kotirajo na borzni kotaciji, imenujemo tudi »blue chipi«. Kriteriji za sprejem vrednostnih papirjev na prosti trg so manj zahtevni.

Slovenski trg vrednostnih papirjev se je začel razvijati v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja, ko se je začel proces lastninskega preoblikovanja podjetij. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev je bila kot osrednja institucija sekundarnega trga kapitala ustanovljena¹³ leta 1989, istočasno s tem pa so nastale tudi številne delniške družbe, borznoposredniške hiše, regulatorji, ki nadzorujejo trg in druge finančne institucije.

¹³ Ustanovitev Ljubljanske borze d.d. sta omogočila Zakon o vrednostnih papirjih in Zakon o trgu denarja in trgu kapitala

3.3 HIPOTEZA UČINKOVITIH TRGOV

Hipoteza učinkovitih trgov pravi, da vrednost delnice odseva vse javno dostopne informacije. Na vrednost delnice vplivajo trije dejavniki: informacije o splošnem ekonomskem položaju, razmerah v panogi in informacije o poslovanju podjetja (Reinganum, 1985: 50). Iz tega sledi, da so trgi kapitala informacijsko učinkoviti. Fama in Miller sta učinkovitost trga kategorizirala v treh nivojih (Vergin in Qoronfleh, 1998: 4):

- šibka oblika, ki odraža informacije, vključene v prejšnje cene ali cenovne trende;
- močnejša oblika, ki vključuje vse javno dostopne informacije, in
- močna oblika, ki vključuje celo informacije zasebnega značaja.

Osnovo hipoteze učinkovitih trgov tvorijo trije ključni teoretični argumenti (Naughton, 2002: 110). Najpomembnejši je tisti, ki govori o racionalnem obnašanju vlagateljev. Ta je v zadnjih letih doživel tudi največ protiargumentov. Kot pravi Naughton (2002: 111), tudi ekonomisti, kjer je doslej prevladovala paradigma o racionalnem vlagatelju, čedalje bolj spoznavajo, da odločanje ne sloni le na nizu racionalnih odločitev.

Ena večjih pomanjkljivosti omenjene hipoteze se skriva v tem, da ne pojasnjuje dovolj dobro učinkov na odzive trga. Tako kot posamezniki tudi finančni trgi dajejo namreč prevelik poudarek preteklim podatkom pri napovedovanju prihodnjih gibanj. De Bondt, Thaler in Bernstein (v Vergin in Qoronfleh, 1998) pravijo, da vlagatelji radi kupujejo delnice s pozitivnimi gibanji v neposredni preteklosti, s tem pa so tudi »krivi« za njihovo kasnejšo precenjenost. Podobno je z delnicami, ki so se v preteklosti slabše odrezale. Njihovo ceno vlagatelji še bolj zbijajo z večjimi prodajnimi količinami.

4 UGLED

Ugled predsednika uprave in ugled podjetja sta tesno prepletena koncepta. Raziskava družbe Burson-Marsteller v ZDA kaže, da ugled predsednika uprave predstavlja skoraj polovico celotnega ugleda podjetja (Gaines-Ross in Cakim, 2002: 33). Podatki v Nemčiji kažejo, da ta v Nemčiji predstavlja celo skoraj dve tretjini ugleda podjetja. Zanimiva je tudi domača primerjava med lestvico ugleda podjetij in lestvico ugleda direktorjev v letu 2003 in 2004, ki jo je sestavila družba Kline & Partner. Že hitra primerjava nam pokaže, da se v povprečju direktorji uvrščajo nižje na lestvici ugleda kot podjetja, ki jih vodijo. Med redkimi, katerih vrednosti so najbolj izenačene, je Zoran Janković oziroma Mercator. Medtem ko se vrednost ugleda Jankovića v letu 2004 v primerjavi z letom 2003 ni bistveno spremenila, je ugled Mercatorja na lestvici zrasel za dobrih odstotkov. To bi nas lahko napeljalo na misel, da visok ugled prvega moža Mercatorja pozitivno vpliva na ugled podjetja.

Zaradi medsebojnih vplivov med podjetjem in njegovim predsednikom uprave se mi zdi smiselno najprej pod drobnogled vzeti koncept ugleda podjetja oziroma ugled korporacije. Osnova zanj sta identiteta in podoba korporacije. Vsi trije koncepti so v zadnjem desetletju sprožili povečano zanimanje praktikov in akademikov.

4.1 IDENTITETA KORPORACIJE

Definicij identitete korporacije je skoraj toliko kot avtorjev, ki se ukvarjajo s tem konceptom. To je posledica interdisciplinarnega pristopa k omenjenemu konceptu, ki je širše zanimanje strokovne javnosti zbudil v osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Razumevanje identitete korporacije pa je odvisno tudi od države izvora. Na primer v Veliki Britaniji je identiteta korporacije najpogosteje definirana kot komuniciranje korporacije ali oblikovanje, v Nemčiji in Avstriji pa kot celotna notranja in zunanja podoba (van Riel, 1995: 29–30).

Olinsova definicija identiteto korporacije opredeljuje kot oprijemljivo manifestacijo osebnosti podjetja. Je identiteta, ki zrcali in projecira resnično osebnost podjetja (Olins v van Riel, 1995: 30). Fombrun (1996: 36) opisuje identiteto korporacije kot niz vrednot, ki

zaposlene in vodilne združujejo s podjetjem. Med definicijami, ki se ne omejujejo le na vizualno raven¹⁴, gre omeniti še van Rielovo definicijo (1995: 36). Zanj je identiteta korporacije samopredstavitev organizacije. Sestavljena je iz sporočil, ki jih organizacija posreduje o sebi s svojim obnašanjem, komunikacijami in simboli v družbeni prostor.

Pomemben korak naprej k razumevanju identitete korporacije je storil Balmer, ki loči pet tipov identitete korporacije (Balmer, 2001):

- dejanska,
- komunicirana,
- izkrivljena,
- idealna in
- zelena.

Dejansko identiteto oblikujejo številni elementi, kot so lastništvo podjetja, stil vodenja menedžmenta, organizacijska struktura, poslovne aktivnosti, kakovost izdelkov in storitev ter poslovna uspešnost. Pomembna dimenzija tega tipa identitete so vrednote vodstva in zaposlenih in stopnja poistovetenja z dejansko identiteto.

Pod komunicirano identiteto Balmer ne šteje samo »nadzorovane« korporativne komunikacije (oglaševanje, odnosi z javnostmi, sponzorstvo), temveč tudi »nenadzorovano« komunikacijo: obnašanje organizacije, razprave zaposlenih in razmišljanja medijev, konkurence in drugih o organizaciji. Balmer to imenuje celotno komuniciranje korporacij (angl. Total Corporate Communications).

Izkrivljena identiteta se nanaša na latentno percepcijo organizacije, na katero v določenem času vpliva celotno komuniciranje korporacij. Idealna identiteta je čisti konceptualni konstrukt. Nanaša se na sklep strateških planerjev po optimalnem tržnem pozicioniranju organizacije.

Želena identiteta je vizija organizacije, kakršno imajo vodilni delavci. Tega tipa identitete ne gre zamenjevati z idealno identiteto. Vizija predsednika uprave ni namreč nujno, da se

¹⁴ Klasično, ozko razumevanje pojma identiteta korporacije, ki se ne omejuje zgolj na vizualno raven, so različni avtorji razširili šele v osemdesetih letih prejšnjega stoletja.

ujema s splošnim razumevanjem, kaj je aktualna strategija organizacije. Zelena identiteta je bolj povezana z individualno osebnostjo in egom kot z racionalno oceno trenutne identitete organizacije znotraj časovnega okvira trenutnih načrtov korporacije. Balmer na konce še dodaja, da kadar podjetje razmišlja o svoji identiteti ali pripravlja spremembe, je treba vedno upoštevati vseh pet vrst identitet.

Iz navedenega lahko povzamemo, da je lahko identiteta korporacije pomembna konkurenčna prednost. To potrjuje tudi Fiol (2001: 693), ki pravi, da je identiteta korporacije težko posnemljiv vir, ki omogoča konkurenčno prednost podjetja.

4.2 PODOBA KORPORACIJE

Na več različnih konceptualnih razumevanj in definicij naletimo tudi pri konceptu podobe korporacije. Van Riel (1995: 73) podobo primerja s fotografskim filmom, ki se sproti razvija v glavah posameznikov. Pomembnejša je Bernsteinova ugotovitev (v Van Riel, 1995: 76), da ima lahko organizacija več podob, saj ima vsak posameznik lastno predstavo o organizaciji, ki se nenehno spreminja. Bernstein pri tem izhaja iz tega, da podjetje obkroža več vrst deležnikov, ki ga vidijo različno. Tako nikoli ne moremo govoriti o eni sami podobi podjetja, temveč je podob toliko, kolikor je različnih deležnikov. Podoba, ki jo ima vsak deležnik o podjetju, se spreminja v različnih situacijah in je kot taka nestalna, spremenljiva.

Iz teh definicij lahko povzamemo, da je podoba korporacije v glavah posameznikov rezultat projekcije identitete korporacije preko vedenja, komuniciranja in pojavnih simbolov podjetja.

4.3 DETERMINANTE UGLEDA KORPORACIJE

Charles J. Fombrun, eden najbolj vplivnih sodobnih avtorjev s področja ugleda korporacije, ugled¹⁵ korporacije definira kot celotno oceno, s katero ocenjujejo podjetje njegovi deležniki (1996: 37). Po njegovem ugled podjetja predstavlja vsoto čustvenih reakcij potrošnikov, investorjev, zaposlenih in splošne javnosti na ime podjetja. Fombrun (v Carmeli in Freund, 2002: 53) še pravi, da ugled podjetja sestoji iz štirih medsebojno povezanih karakteristik: verodostojnosti, zanesljivosti, odgovornosti in zaupanju.

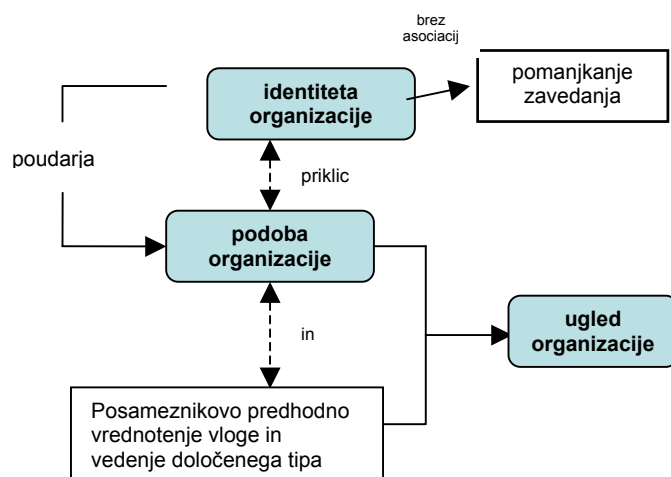
Kljub velikemu zanimanju akademske javnosti in praktikov za koncept ugleda, pa je bilo malo časa namenjenega oblikovanju skupne definicije. Nekaterim avtorjem ugled podjetja predstavlja krhko sredstvo (Hall v Carmeli in Freund, 2002: 52), ki se v času spreminja (Ching v Carmeli in Freund, 2002: 52), a vseeno uživa določeno stabilnost (Barney v Carmeli in Freund, 2002: 52). Za Barneya (v Mahon in Wartick, 2003: 19) je ugled nematerialno premoženje, ki predstavlja enega virov podjetja. Kline in drugi (2001: 22) pravijo, da ugled podjetja lahko v osnovi najenostavneje opredelimo kot kompleksen splet stališč do njega. Je socialni konstrukt, posledica menjave med organizacijo in njenim okoljem. Za ugled je značilna določena stalnost, nagiba se k temu, da se skozi čas znova reproducira (Schultz in drugi, 2001: 25).

Na koncu velja še nekaj pozornosti posvetiti komuniciranju v celotnem procesu tvorjenja ugleda podjetja. Komuniciranje je člen, ki povezuje aktivnosti podjetja in njegovo podobo (Kline in drugi, 2001: 22). Zveza med komuniciranjem in ustvarjanjem ugledom je enosmerna. Ko podjetje komunicira, povečuje svojo poznanost in s tem ugled.

Za boljše razumevanja koncepta ugleda je treba upoštevati tudi vzajemni odnos med identiteto, podobo in ugledom. Vse tri elemente je v svojem modelu povezal Dowling (glej Slika 4.1).

¹⁵ V psihološkem smislu se ugled navezuje tudi na teoretski koncept selektivne percepcije. Zaradi povečane poznanosti in ugleda se lahko pozornost različnih javnosti izostri na sporočila direktorja in jih interpretira na podlagi nekega stereotipa.

Slika 4.1: Odnos med identiteto, podobo in ugledom organizacije

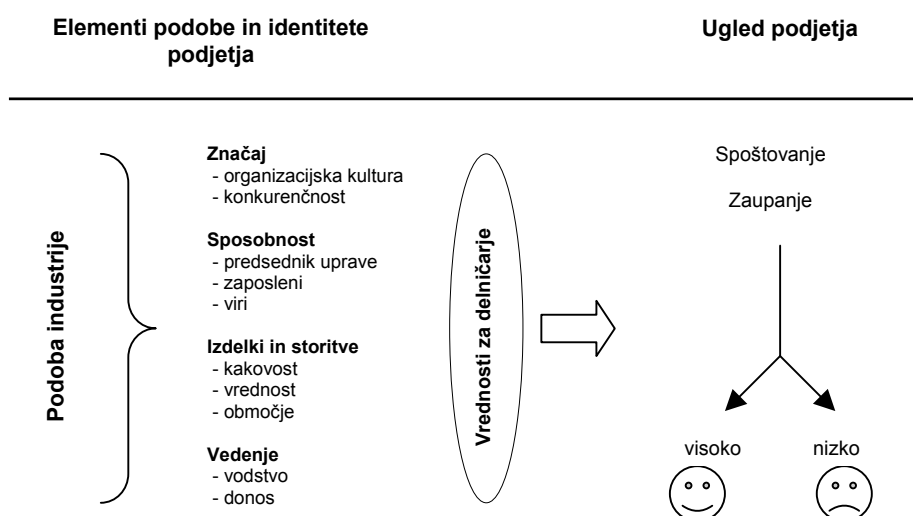


Vir: Dowling (1994:8)

Odnos med identiteto, podobo in ugledom pa je lahko različen glede na skupino deležnikov. Podjetje in njegov predsednik uprave imata drugačen odnos do različnih deležnikov. Ta se manifestira skozi vedenje in komunikacijo. Posledica tega je, da različni deležniki različno ocenjujejo ugled direktorja in podjetja.

Navedeni Dowlingov model ni edini model procesa oblikovanja ugleda podjetja. Spodaj je opisan njegov poznejši model, za katerega menim, da je zaradi svoje usmerjenosti k finančni javnosti skladnejši s kontekstom mojega diplomskega dela.

Slika 4.2.: Proces oblikovanja ugleda podjetja



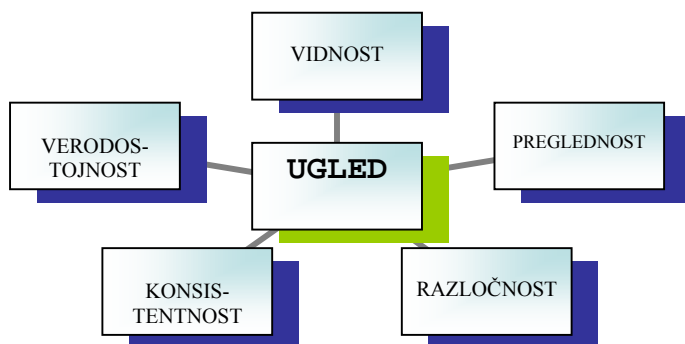
Vir: Dowling (2004: 21)

Ugled je entiteta, ki si jo danes želijo praktična vsa podjetja, saj visok ugled podjetju prinaša številne konkurenčne prednosti. Fombrun in van Riel (2004: 5) navajate naslednje:

- ustvarja bolj zanimiva delovna mesta in motivira delo zaposlenih,
- spodbuja vnovične nakupe potrošnikov in tako podjetju zagotavlja visoke tržne deleže,
- znižuje stroške kapitala in privablja nove investitorje,
- ustvarja bolj naklonjeno medijsko poročanje in
- vpliva na vsebino in priporočila finančnih analitikov.

Naštete prednosti pa lahko podjetje doseže le, če upošteva naslednje principe delovanja, ki sestavljajo visok ugled:

Slika 4.3.: Pet vidikov ugleda



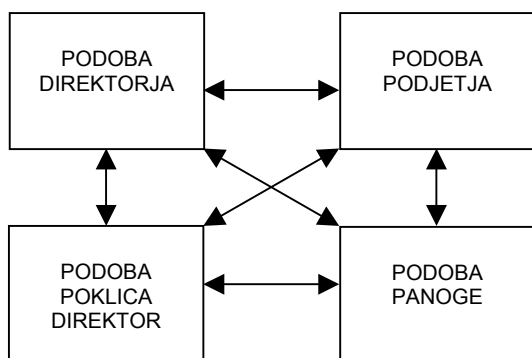
Vir: Fame and Fortune (Fombrun in van Riel, 2004: 86)

4.4 UGLED PREDSEDNIKA UPRAVE IN UGLED PODJETJA

Po podatkih raziskave The Wirthlin Report velik vpliv predsednika uprave na ugled podjetja izhaja iz pomembnosti vlog, ki jih opravlja (Kline in Rozman, 2002: 59). Najpomembnejša je vloga voditelja, sledi pa ji personifikacija podjetja. Predsednik uprave naj bi posebej vizijo in vrednote podjetja tako v komunikacijah kot dejanjih z deležniki podjetja.

Odnos med podjetjem, predsednikom uprave in komunikacijami je vse bolj prepleten, kar prikazuje tudi naslednji model mreže podob, ki najmočneje vplivajo na ugled direktorja.

Slika 4.4: Mreža vzvodov za medsebojno spreminjanje podob



Vir: Kline & Partner, 2003: 55 (prirejeno po Dowlingu, 2001)

Kline je z raziskavo Dosje Dir.Si ugotovil, da povprečni slovenski direktor povečuje svoj osebni ugled na račun ugleda podjetja (glej Kline in Rozman, 2003). To naj bi pomenilo, da slovenski direktorji še niso začeli aktivno graditi in upravljati svoje identitete. O tem, da so bolj ozaveščeni o upravljanju svoje identitete in podobe predsedniki uprav v ZDA, bi lahko sklepali tudi iz raziskave avtorice Gaines-Ross.

Koliko pozornosti posvečajo predsedniki uprav svoji podobi?

(v odstotkih)

ocena	Predsedniki uprav	Direktorji	Finančni analitiki	Vladni predstavniki	Mediji
Dovolj	79	85	93	83	82
Premalo	19	13	6	14	16
Ne vem	2	2	1	3	2

Vir: CEO Capital (Gaines-Ross, 2003: 40)

Gaines-Ross (2003: 26) navaja pet ključnih dejavnikov, ki vplivajo na ugled predsednika uprave:

- verodostojnost,
- etična načela,
- interno komuniciranje,
- kakovosten menedžerski tim,
- motiviranje zaposlenih.

Raziskovalci družbe Burson-Marsteller govorijo o sedmih načinih, kako bolje upravljati ugled predsednika uprave (glej Gaines-Ross, 2000):

- Uspešni predsedniki uprav morajo postati varuhi vrednot in vizije podjetja.
- S pomočjo različnih kazalnikov je treba meriti učinkovitost menedžmenta.
- Predsednik uprave je sposoben jasno, jedrnato in konsistentno komunicirati vizijo in strategijo podjetja notranjim in zunanjim javnostim podjetja. Za konsistentno komuniciranje z zunanjimi javnostmi je treba najprej določiti jasne cilje znotraj podjetja.
- Treba je biti pozoren na govorce in dogajanje na spletnih forumih, kjer se omenja podjetje oziroma njegov predsednik uprave.
- Naloga predsednika uprave je, da sestavi takšno menedžersko ekipo, ki bo verodostojna in cenjena pri različnih javnostih.
- Učinkovit predsednik uprave je sposoben predvidevati in načrtovati spremembe v prihodnosti.
- Predsednik uprave si pridobi sloves verodostojnosti s tem, da različnim deležnikom posreduje informacije, ki jih ti od njega zahtevajo.

Tako kot ugled podjetja je treba tudi ugled predsednika uprave začeti oblikovati znotraj podjetja navzven. Ugled predsednika uprave zahteva določene naložbe in dobro upravljanje z namenom kasnejših prednosti.

4.5 UGLED IN FINANČNA USPEŠNOST PODJETJA

»Finančna učinkovitost je najmočnejši dejavnik ugleda, ki v sebi vključuje prodajo, rast, delež trga in dobičkonosnost podjetja. Ugled je v tem primeru kombinacija zaznavanja pretekle in sedanje uspešnosti poslovanja.« (Kline, 1999: 29) Predpostavljamo lahko, da je pri finančnih javnostih v primerjavi z ostalimi deležniki podjetja finančna uspešnost nadpovprečno pomemben dejavnik ugleda. Podjetja s premoženjem, ki ga konkurenca težje posnema, lahko dosežejo nadpovprečne finančne rezultate (Barney v Roberts in Dowling, 2000: 1). Ugled je gotovo premoženje, ki je preveč enkratno in kompleksno, da bi ga lahko konkurenčna podjetja zlahka posnemala.

V minulih letih smo bili priča številnim raziskavam (glej Sabate in Puente, 2003)¹⁶, ki so skušala pojasniti vpliv ugleda podjetja na njegovo finančno uspešnost in obratno. V eni prvih raziskav s tega področja, so McGuire, Sundgren in Schneeweis leta 1988 ugotovili, da ekonomski kazalci¹⁷ predstavljajo pomemben signal konstruiranja ugleda pri različnih javnostih (Fombrun in Shanley 1990: 234). Fombrun in Shanley (1990: 238) še pravita, da finančna poročila kažejo sedanje rezultate prejšnjih aktivnosti podjetja in trenutne razdelitve sredstev, ki so jo opravili menedžerji. Visoko stopnjo povezanosti med ugledom in finančno uspešnostjo podjetja v preteklosti je dokazal tudi Martire. Ta je finančno uspešnost podjetja ovrednotil z naslednjimi kazalci: desetletna letna dividenda, dobiček kot odstotek od premoženja, celotni dobiček in tržna vrednost podjetja (glej Vergin in Qoronfleh, 1998).

Medtem ko so nekateri avtorji odkrili pozitiven odnos med finančno uspešnostjo podjetja in ugledom, so drugi prišli do zaključkov, da je omenjeni odnos dvoumen ali celo negativen. Hammond in Slocum (v Vergin in Qoronfleh, 1998: 22) sta povezala rezultate Fortunove lestvice ugleda podjetij iz leta 1993 in finančne rezultate v obdobju 1981–86 in ugotovila nizko stopnjo povezanosti. Vrednost pojasnjene variance med dividendo, donosom na prodajo in ugledom podjetja je bila le 0,12 oziroma 0,14. Kot lahko vidimo iz zgornjih podatkov, sta Hammond in Slocum predvidevala precejšen časovni razkorak med finančnimi podatki in ugledom podjetja. Mnenja so tukaj deljena. Medtem ko nekateri avtorji zagovarjajo tezo, da imajo finančni rezultati takojšnji učinek na ugled podjetja, drugi pravijo, da imajo ti zapoznele učinke na ugled podjetja. Ti lahko trajajo od nekaj mesecev do nekaj let (glej Sabate in Puente, 2003).

Mnenja pa niso enotna tudi glede tega, ali ugled podjetja vpliva na finančno uspešnost podjetja ali obratno, finančna uspešnost vpliva na ugled podjetja¹⁸. Predpostavljamo lahko, da ugled vpliva na poslovanje podjetja in s tem na njegove finančne rezultate. Vendar če se

¹⁶ Sabate in Puente (2003: 175) priznavata velik napredek pri preučevanju odnosa med ugledom podjetja in finančnimi rezultati, klub temu pa številnim poskusom na tem področju očitata pomanjkanje teoretskega okvira, ki bi povezal empirična dokazovanja in različne teorije o podjetju, ter metodološko nekonsistentnost.

¹⁷ Različni avtorji uporabljajo različne ekonomske kazalce. Ti so lahko dobiček, dobiček na delnico, donos na vloženi kapital, razmerje med knjigovodsko in tržno vrednostjo podjetja, donos in ostalo.

¹⁸ Vzroki za takšno nekonsistentnost so uporaba večsektorskih vzorcev, mnoštvo kazalcev finančne uspešnosti in različni teoretski konstrukti ugleda (Sabate in Puente, 2003: 161).

postavimo z druge strani, lahko hitro sklepamo, da tudi finančni rezultati vplivajo na ugled tako predsednika uprave kot podjetja. To je v tretjem poglavju potrdila tudi raziskava med slovenskimi borznimi posredniki in analitiki, do podobnih zaključkov pa sta prišla tudi Fombrun in van Riel (2004: 71), ki sta primerjala kvocient ugleda s finančnima kazalnikoma EBITDA in ROA. Po njunem povezanost med ugledom podjetja in tržno vrednostjo podjetja znaša 0,43 (velikost in starost podjetja sta pri tem nadzorovani spremenljivki).

V nadaljevanju poglavja bom na kratko predstavil prizadevanja avtorjev Petra Robertsa in Grahama Dowlinga (2004: 2), ki sta za empirično raziskavo uporabila podatke raziskave Fortune's Most Admired Corporations. Za razliko od drugih sta svoj raziskovalni model dopolnila z dinamično komponento; skušala sta ugotoviti, kako ugled podjetja vpliva na prihodnje finančno poslovanje podjetja. Njuna ugotovitev se glasi: podjetja z nadpovprečnimi finančnimi rezultati imajo več možnosti, da ohranijo takšne rezultate v prihodnje, če imajo tudi visok ugled. Verjetnost, da bo podjetje z visokim ugledom v prihodnje obdržalo nadpovprečne finančne rezultate, je dvakrat večja kot pri podjetju z nizkim ugledom. Njuno ugotovitev je smiselno dopolniti še s tezo Sobola in Farrella (v Sabate in Puente, 2003: 164), ki pravita, da je vpliv finančnih rezultatov na ugled podjetja odvisen tudi od panoge, v kateri podjetje posluje. Medtem ko so v nekaterih gospodarskih panogah finančni rezultati ključni gradnik ugleda podjetja, so v drugih panogah manj pomemben dejavnik.

S povezavo med finančno uspešnostjo podjetja in njegovim ugledom se je, kot smo že omenili, ukvarjal tudi Charles Fombrun. Zanj si deležniki ustvarjajo ugled o podjetju na podlagi različnih signalov, ki jih podjetje pošilja (Fombrun in Shanley, 1990: 233). Eden teh je tudi »finančni« signal. Fombrun in Shanley sta s pomočjo raziskave med 292. velikimi podjetji v ZDA ugotovila, da boljši kot so finančni rezultati podjetja v preteklosti, večji je ugled podjetja danes. A po drugi strani finančni rezultati niso edini napovednik uspeha. V svoji raziskavi sta ugotovila, da si različne javnosti oblikujejo ugled o podjetju na podlagi različnih finančnih in tržnih informacij, poročanj medijev in ostalih neekonomskih »signalov« (1999: 252). Hkrati pa sta zavrnila tudi tezo o povezanosti kratkoročne donosnosti z ugledom podjetja. Bolj kot kratkoročni rezultati je pomembno poslovanje podjetja v daljšem časovnem obdobju.

4.6 UGLED PREDSEDNIKA UPRAVE IN TRŽNA VREDNOST PODJETJA

Tržno vrednost podjetja lahko najenostavneje opredelimo kot vrednost podjetja na organiziranem trgu, borzi. Za bolj poglobljeno razumevanje pa v nadaljevanju navajam Fombruna in Van Riela (2004: 32), ki sta tržno vrednost podjetja razbila na štiri elemente:

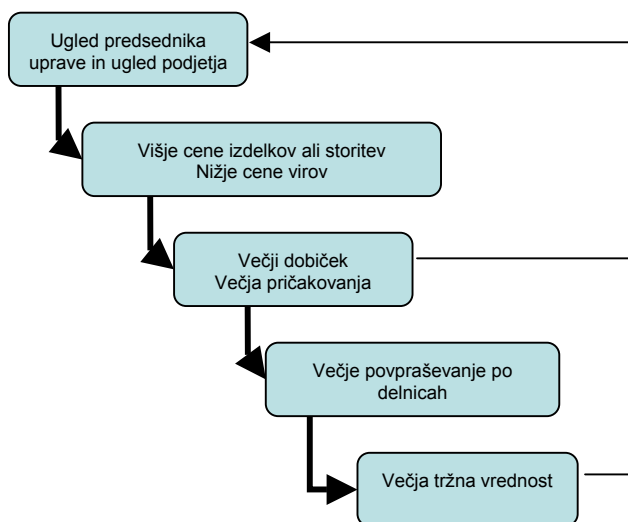
- **fizični** kapital: nadomestna vrednost oprijemljivega nefinančnega kapitala,
- **finančni** kapital: finančni tok podjetja,
- **intelektualni** kapital: vrednost znanja (»know-how«),
- kapital **ugleda**: vrednost blagovnih znamk in odnosi z deležniki podjetja.

Fizični in finančni kapital je možno dovolj natančno ovrednotiti, večje pa so težave pri intelektualnem in uglednostnem kapitalu. Njuno razumevanje kot razlika med tržno in knjigovodsko vrednostjo podjetja je lahko sporno z več vidikov. Treba je vedeti, da na tržno vrednost podjetja lahko vplivajo zunanji dejavniki (vojna, razmere v panogi ...), na katere podjetje nima vpliva. Po drugi strani pa ocenjujem, da je lahko tržna vrednost podjetja posledica tudi špekulativnih dejavnikov (npr: koncentracija lastništva).

Fombrun (v Kline, 2001: 17) pravi, »da je zveza med tržno vrednostjo in ugledom odvisna od tega, kako ljudje interpretirajo informacije s trga.« Dejstvo je torej, da je zaradi številnih vplivov, ki delujejo na trgu kapitala, težko natančno pojasniti, kako in v kakšni meri predsednik uprave vpliva na tržno vrednost podjetja. To dobro ponazarja Revell (2002: 190), ko pravi, da vpliva dobrega predsednika uprave ni možno spraviti v matematično formulo. Medtem ko smo na eni strani priča medijem, ki povečujejo vlogo prvega moža podjetja, se je med nekaterimi strokovnjaki oblikovalo mnenje, da predsednik uprave ne vpliva na ceno delnice bolj kot denimo stanje v industriji ali gospodarske razmere (glej Revell, 2002).

Bolj kot poskus dokazovanja, koliko predsednik uprave vpliva na tržno vrednost podjetja, je zato smiselno prikazati in pojasniti tovrstno razmerje in dejavnike, ki vplivajo nanj. Med avtorji, ki so se lotili tega, sta tudi Charles J. Fombrun in Cees B.M. van Riel (glej Slika 4.5).

Slika 4.5: Povezava med ugledom predsednika uprave/podjetja in tržno vrednostjo podjetja



Vir: prirejeno po Fombrun in Van Riel (2004: 27).

Odnos med ugledom predsednika uprave/ugledom podjetja in tržno vrednostjo podjetja še zdaleč ni tako enostaven, kot bi morda lahko sklepali iz zgornjega diagrama, kljub temu pa ta dovolj dobro prikaže glavne dejavnike tega razmerja. Eno od omejitev omenjene povezanosti podata kar avtorja sama. Imenuje se »tržni kontekst«, pomeni pa, da visoko ugledna podjetja privlačijo investitorje predvsem v obdobju rasti borznih tečajev (bikovski trend), a so po drugi strani ta podjetja bolj ranljiva v obdobju padanja tečajev (medvedji trend). Takrat investitorji raje posegajo po podjetjih z nižjo tržno vrednostjo (glej Fombrun in van Riel, 2004).

Jones, Jones in Little (v Sabate in Puente, 2004: 171) so ugotovili, da uglednejša podjetja v primeru nenadnega in nepričakovanega padca borznega indeksa doživijo manjši padec vrednosti delnic kot manj ugledna podjetja. Razlika med obema vrstama podjetij se izniči šele, ko trg zajema panika in se investitorji množično umikajo. Raziskave družbe Burson-Marsteller pa kažejo, da je tudi ugled predsednika uprave pomemben kapital v času, ko vrednosti delnic padajo. Po njihovih podatkih je tržna vrednost podjetij v ZDA, ki jih vodi deset najbolj uglednih predsednikov uprav, štirikrat hitreje začela naraščati po padcu oktobra 1997, kot tržna vrednost podjetij, ki jih vodi deset najmanj uglednih predsednikov uprav (glej Gainess-Ross in Komisarjevsky, 1999).

4.7 VPLIV MENJAVE PREDSEDNIKA UPRAVE NA TRŽNO VREDNOST PODJETJA

Morda bi še najlaže ovrednotili, koliko predsednik uprave vpliva na tržno vrednost podjetja, če bi osvetlili primere njihovih zamenjav. Predpostavljamo, da reakcija vlagateljev na spremembo predsednika uprave predstavlja njihova pričakovanja o prihodnjem poslovanju podjetja. Revell (2002: 189) govori o zamenjavi predsednika uprave družbe Sunbeam leta 1996, ko je cena delnice poskočila za polovico. Da bi dobili pravo sliko, pa je treba gibanje spremljati v daljšem časovnem obdobju in hkrati upoštevati več različnih dejavnikov.

Rezultati raziskav, ki so preučevale omenjeni vpliv, niso enotni. V več kot dvajsetih letih preučevanja so se izoblikovali trije različni pogledi: menjava predsednika uprave pozitivno vpliva na poslovanje in tržno vrednost podjetja, nima vpliva in ima negativen vpliv (Davidson in drugi, 1990: 648). Z upoštevanjem različnih dejavnikov pa se povečuje tudi število ugotovitev. Reinganum (1985: 59) je tako prišel do zaključka, da menjave predsednikov uprav v obdobju 1978-79, niso imele v povprečju vpliva na poslovanje podjetij. Pozitiven vpliv je bil viden le v naslednjih primerih: ko je naslednik prišel na novo delovno mesto izven podjetja, v primeru manjših podjetij in ko je prejšnji predsednik uprave dal odpoved. Presenetljiv je predvsem prvi primer, saj bi mislili, da vlagatelji bolj zaupajo nasledniku predsednika uprave, ki prihaja iz vrst podjetja. Reinganum je svojo ugotovitev argumentiral s tem, da novi predsednik uprave, ki nasledi predsednika uprave, ki se je s tega položaja sam umaknil, vlagateljem signalizira spremembo v strategiji in politiki podjetja, kar ti sprejmejo pozitivno. V nasprotju z Reinganumom sta Furtado in Rozeff ugotovila da, na reakcijo vlagateljev pozitivneje vpliva če novi predsednik uprave prihaja iz podjetja in ne izven njega (Davidson in drugi, 1990: 649).

Korak naprej k boljšemu razumevanju vpliva menjave predsednika uprave na vrednost delnice so storili Davidson, Worrel in Cheng. Na vzorcu 367 predsednikov uprav največjih podjetij v ZDA leta 1986, so ugotovili, da se je trg v povprečju pozitivno odzval na menjave predsednikov uprav. Največje razlike so omenjeni avtorji zaznali pri naslednjih dejavnikih: poreklo, položaj in starost novega predsednika uprave (1990: 600). Vlagatelji so bolj naklonjeni, če novi predsednik uprave prihaja iz podjetja, če je za njim uspešna poslovna pot in če sodi med mlajšo generacijo.

5 RAZISKAVA

V tem poglavju bom na podlagi podatkov raziskave ugleda 100 najvidnejših direktorjev v Sloveniji v letu 2003 in 2004 (Dosje Dir.Si 2003 in 2004), ki jo je opravila družba Kline & Partner, razlike med tržno in knjižno vrednostjo podjetij, ki sestavljajo borzni indeks SBI20, in donosnosti kapitala podjetij, skušal preveriti v uvodu diplome zapisani hipotezi.

5.1 METODOLOGIJA

5.1.1 Vzorec

Vzorec obsega petnajst delniških družb, ki sestavljajo slovenski borzni indeks SBI 20¹⁹. Delnice, ki sestavlja osrednji indeks Ljubljanske borze, veljajo za največje in najlikvidnejše delnice v borzni kotaciji, trgovanje z njimi je najbolj pregledno. Delnice se uvrstijo v indeks na podlagi štirih kriterijev: tržna kapitalizacija delnic v prostem obtoku, povprečna absolutna dnevna vrednost prometa, povprečno dnevno število poslov in vrednostni obrat kapitalizacije. Vse to se mi zdi pomembno pri oblikovanju verodostojne tržne vrednosti podjetja, ki je posledica ponudbe in povpraševanja po delnicah posameznega podjetja, in ne plod različnih špekulacij večjih delničarjev. Po drugi strani je slabost vzorca to, da predstavlja največja slovenska podjetja. Kot sta ugotovila Sobol in Farrell (v Sabate in Puente, 2003: 164) je velikost podjetja pomemben faktor ugleda. V določenih panogah je ugled tesneje povezan z velikostjo podjetja kot s finančnimi podatki.

5.1.2 Spremenljivke

V raziskavi uporabljam naslednje tri vrste spremenljivk: ugled predsednika uprave, količnik tržne in knjižne vrednosti²⁰ podjetja ter donosnost kapitala. Ugled predsednika

¹⁹ Indeks SBI 20 je naslednik indeksa SBI, ki ga je Ljubljanska borza izračunavala od 1.1.1994, objavljati pa ga je pričela 1.7.2000. Od 1.4.2003 je v SBI 20 vključenih 15 delnic. Sestava indeksa SBI 20 je tehtana s tržno kapitalizacijo delnic v prostem obtoku. Na ta način imajo večji vpliv na gibanje vrednosti indeksa delnice z višjo tržno kapitalizacijo, ki ni v rokah strateških lastnikov. Udeležba posamezne delnice v indeksu je omejena na deset odstotkov. Ta omejitev je potrebna, da ne bi prišlo do prevelikega vpliva določenih delnic oziroma panog na gibanje vrednosti indeksa (vir: www.ljse.si).

²⁰ Tržno vrednost podjetja, katerega delnice kotirajo na borzi, izrazimo z zmnožkom uradnega enotnega tečaja in številom izdanih delnic, knjižna oziroma knjigovodska vrednost pa predstavlja čisto vrednost sredstev podjetja.

uprave in količnik knjižne in tržne vrednosti sta razmernostni spremenljivki, saj lahko primerjamo razmerja med vrednostima dvojic enot, čista dobičkonosnost kapitala pa je intervalna spremenljivka.

Podatek o ugledu predsednikov uprav bi lahko definirali kot mehak podatek, medtem ko sta količnik med knjižno in tržno vrednostjo ter čista donosnost kapitala trdna podatka. Naravo obeh podatkov je zato treba upoštevati tudi pri njihovi interpretaciji. Pri spremenljivki ugled predsednika uprave sem uporabil podatke raziskave ugleda 100 najvidnejših direktorjev v Sloveniji v letu 2003 in 2004 (Dosje Dir.Si 2003 in 2004), ki jo od leta 2003 izvaja agencija Kline & Partner, in predstavlja najobsežnejšo tovrstno raziskavo pri nas. Vzorec raziskave je poslovna javnost. V prvem letu je bilo vanj zajetih 861 posameznikov, drugo leto pa 797 posameznikov, ki opravljajo dela s področja vodenja celotnega podjetja, financ, trženja, proizvodnje ali ravnanja s človeškimi viri. Vprašani so odgovarjali na sedem ključnih vprašanj: kako dobro poznate posameznega direktorja, ali menite, da je ugleden itd. V obeh letih je bil uporabljen slučajni verjetnostni kvotni vzorec, ki zagotavlja reprezentativno strukturo podjetij, registriranih v Republiki Sloveniji, glede na dejavnost, število zaposlenih in regionalno sestavo.

Tabela 5.1: Vrednosti ugleda predsednikov uprav podjetij v vzorcu

Predsednik uprave, podjetje	Ugled 2003 v odstotkih	Ugled 2004 v odstotkih	2004/2003 razlika
Jure Apih, Delo	39,1	26,6	-12,5
Andrej Božič, Droga*	18,2	8,1	-10,1
Franjo Bobinac, Gorenje*	62,8	39,9	-22,9
Jože Kranjc, Intereuropa	10,7	5,1	-5,6
Igor Bavčar, Istrabenz	57,6	57,6	0
Alojz Deželak, Kolinska	29,9	25,3	-4,6
Miloš Kovačič, Krka	57,0	43,9	-13,1
Bruno Korelič, Luka Koper	35,3	31,4	-3,9
Zoran Janković, Mercator	84,9	87,8	2,9
Bine Kordež, Merkur	34,1	23,5	-10,6
Janez Lotrič, Petrol	41,7	31,9	-9,8
Tone Turnšek, Pivovarna Laško	44,2	41,1	-3,1
Janez Bohorič, Sava	36,5	26,8	-9,7
Borut Mokrovič, Terme Čatež	20,5	13,1	-7,4
Božidar Linhart, Žito*	9,2	3,2	-6

* predsednik uprave je bil v obdobju 2003–2004 zamenjan

Vir: Dosje Dir.Si 2003 in 2004, Kline & Partner

Čista donosnost kapitala je za lastnike podjetja najpomembnejši in eden najpogosteje uporabljenih kazalnikov poslovne uspešnosti. Kazalnik pojasnjuje, kako uspešno upravlja vodstvo podjetja s premoženjem lastnikov. Pokaže, koliko čistega dobička je podjetje doseglo na vsakih sto tolarjev vloženega kapitala. Kazalnik se za podjetja izračunava po naslednji formuli:

$$\frac{\text{Čisti poslovni izid obračunskega obdobja}}{(\text{Kapital} + \text{Kapital prejšnjega leta})/2} * 100$$

Tabela 5.2: Čista donosnost kapitala podjetij v vzorcu

Podjetje	Leto	1999 v odstotkih	2000 v odstotkih	2001 v odstotkih	2002 v odstotkih	2003 v odstotkih
Delo		28,08	23,6	20,79	14,88	16,21
Droga		11,37	12,69	10,42	11,38	5,5
Gorenje		7,26	7,06	7,63	8,52	6,43
Intereuropa		7,88	15,62	16,19	8,41	13,89
Istrabenz		3,23	2,59	18,68	11,96	7,84
Kolinska		6,72	6,98	7,03	7,25	7,58
Krka		7,93	10,87	11,9	12,18	11,88
Luka Koper		6,77	6,52	7,29	8,3	6,86
Mercator		5,45	6,68	7,78	5,96	10,45
Merkur		6,29	6,27	6,31	6,88	7,04
Petrol		3,54	6,76	8	8,64	8,08
Pivovarna Laško		8,66	6,65	4,85	5,05	4,32
Sava		2,85	3,23	3,06	3,12	4,24
Terme Čatež		6,4	2,16	16,34	6,06	3,6
Žito		4,04	5,54	13,81	5,24	0,43

Vir: Gvin, dostopno 20.8.2004

Količnik tržne in knjižne vrednosti oziroma količnik uradnega enotnega tečaja in knjigovodske vrednosti predstavlja pomemben kazalec pri vrednotenju podjetij. S to spremenljivko bom skušal preveriti prvo hipotezo, ki pravi, da ugled predsednika uprave podjetja pomembno vpliva na nakupne odločitve borznih posrednikov in analitikov. Pri tem predpostavljam, da večje zanimanje borznih posrednikov in analitikov za nakup delnic posameznega podjetja, posledično prispeva k višji tržni vrednosti podjetja. V nadaljevanju predstavljam vrednosti spremenljivke v različnih časovnih obdobjih.

Tabela 5.3: Količnik tržne in knjižne vrednosti (TKV) se je v obdobju 2003/2000 povečal

podjetje	TKV na dan	TKV na dan	TKV na dan	TKV na dan	razlika med količniki		
	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	2001/2000	2002/2001	2003/2002
Delo	3,17	2,1	3,53	3,29	-1,07	1,43	-0,24
Droga	0,88	0,92	1,7	1,69	0,04	0,78	-0,01
Gorenje	0,72	0,63	1,13	1,07	-0,09	0,5	-0,06
Intereuropa	0,94	1,24	1,41	1,25	0,3	0,17	-0,16
Istrabenz	0,76	1,24	1,55	1,83	0,48	0,31	0,28
Kolinska	0,59	0,73	1,04	1,17	0,14	0,31	0,13
Krka	1,65	1,47	1,94	2,15	-0,18	0,47	0,21
Luka Koper	1,01	0,96	1,21	1,82	-0,05	0,25	0,61
Mercator	0,83	0,78	1,05	1,32	-0,05	0,27	0,27
Merkur	0,64	0,58	0,85	0,77	-0,06	0,27	-0,08
Petrol	0,77	0,85	1,34	1,72	0,08	0,49	0,38
Pivovarna Laško	1,09	1,21	1,32	1,5	0,12	0,11	0,18
Sava	0,63	0,6	0,96	0,92	-0,03	0,36	-0,04
Terme Čatež	0,52	0,63	0,91	1,04	0,11	0,28	0,13
Žito	0,48	0,36	0,91	0,82	-0,12	0,55	-0,09

Vir: Ljubljanska borza, letno statistično poročilo 2000, 2001, 2002, 2003.

5.1.3 Metoda

Pri preverjanju obeh hipotez bom uporabil regresijsko analizo, ki predstavlja v primerjavi s korelacijo bolj poglobljeno analizo zveze med spremenljivkami. Z njo so vpliv ugleda korporacije na tržno vrednost podjetja preučevali že številni avtorji, med njimi Srivastava, Jones, Jones in Little (glej Sabate in Puente, 2004). Sam se bom pri analizi omejil na bivariantno regresijo, pri kateri na eno posledico (odvisna spremenljivka) vpliva en vzrok (neodvisna spremenljivka).

Regresijska funkcija kaže, kakšen bi bil vpliv spremenljivke X na Y, če razen vpliva spremenljivke X ne bi bilo drugih vplivov na spremenljivko Y. Točke, ki se odklanjajo od idealne regresijske krivulje, predstavljajo ostale vplive na spremenljivko Y. Matematično bi lahko regresijsko funkcijo zapisali kot $Y=a+bX+E$, pri čemer je E člen napake. E je posledica naslednjih dejstev (Bajt in Štiblar, 2002: 123):

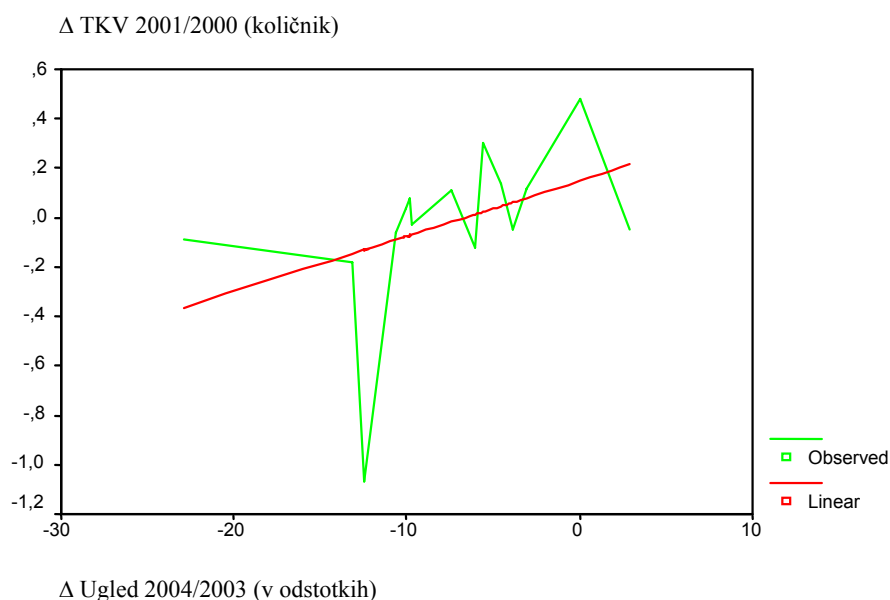
- da spremenljivk ne moremo brezhibno meriti (napake v merjenju),
- da nismo ugotovili prave oblike funkcijske povezanosti (napake v enačbi) in
- da v enačbo nismo vključili vseh oziroma pravih neodvisnih spremenljivk (napake v spremenljivkah).

5.2 REZULTATI

5.2.1 Prva hipoteza

Prva hipoteza, ki jo bom skušal preveriti s pomočjo regresijske analize, se glasi: ugled predsednika uprave podjetja pomembno vpliva na nakupne odločitve borznih posrednikov in analitikov. Predpostavka je, da večje zanimanje borznih posrednikov in analitikov za nakup delnic posameznega podjetja posledično prispeva k višji tržni vrednosti podjetja in s tem večji razliki med tržno in knjižno vrednostjo podjetij. Zato pri dokazovanju te hipoteze primerjam razliko med vrednostjo ugleda predsednikov uprav v obdobju 2004/2003 in razliko med razmerjem tržne in knjižne vrednosti v obdobjih 2001/2000, 2002/2001 in 2003/2002. Pri tem predpostavljam, da finančne in tržne informacije na spremembo v ugledu vplivajo z določnim časovnim zamikom. Ta v mojem primeru znaša od enega do treh let. V literaturi ni enotnega mnenja o časovnem zamiku. Medtem ko nekateri avtorji zagovarjajo takojšen učinek, so drugi prepričani, da finančne in tržne informacije na spremembo v ugledu vplivajo šele po nekaj letih (glej Sabate in Puente, 2004).

Slika 5.1: Δ Ugled predsednika uprave 2004/2003 \rightarrow Δ tržna / knjižna vrednost podjetja 2001/2000



Regresijsko odvisnost med obema spremenljivkama ponazarja zgornji razsevni grafikon. Kot lahko vidimo, se točke, ki predstavljajo enote (obarvano zeleno) precej odklanjajo od

regresijske krivulje (obarvano rdeče). Na podlagi tega že lahko sklepamo o nizki odvisnosti med obema spremenljivkama. To nam potrjujejo tudi naslednji podatki regresijske analize.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square *	Std. Error of the Estimate
1	,410 ^a	,168	,104	,3174

a. Predictors: (Constant), Δ Ugled 2004/2003

* zaradi majhnega vzorca upoštevamo prilagojen R^2

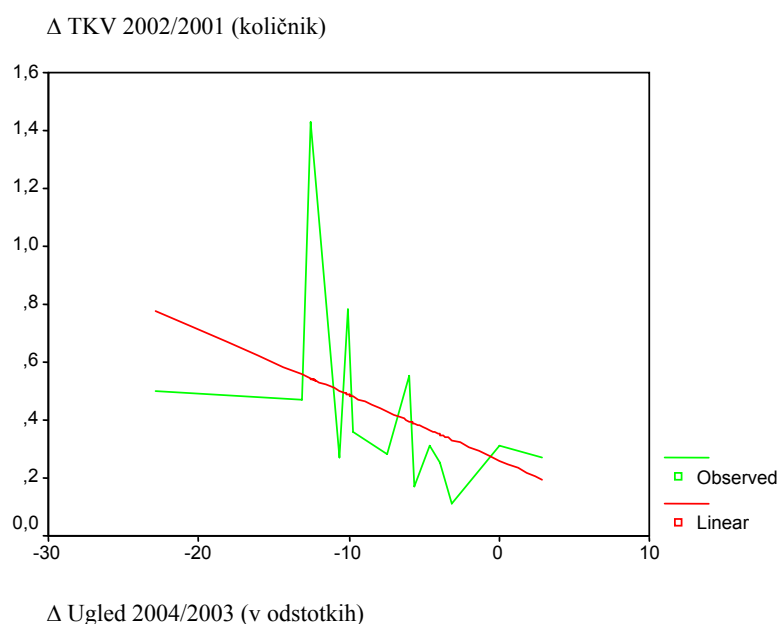
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,148	,135		1,099	,292
	Δ Ugled	2,235E-02	,014	,410	1,621	,129

a. Dependent Variable: Δ TKV 2001/2000

Vrednost pojasnjene variance je 0,104. To pomeni, da lahko le 10,4 odstotka razlike med količnikom tržne in knjižne vrednosti za leti 2001 in 2000 pojasnimo z razliko med vrednostima ugleda predsednikov uprav za leti 2004 in 2003. Ker je vrednost signifikance večja kot 0,05, zavrnilo domnevo o vplivu spremenljivke Δ ugled 2004/2003 na spremenljivko Δ tržna/knjižna vrednost podjetja 2001/2000.

Slika 5.2: Δ Ugled predsednika uprave 2004/2003 \rightarrow Δ tržna / knjižna vrednost podjetja 2002/2001



Regresijsko odvisnost med obema spremenljivkama ponazarja zgornji razsevni grafikon. Kot lahko vidimo, se točke, ki predstavljajo enote (obarvano zeleno), precej odklanjajo od regresijske krivulje (obarvano rdeče). Na podlagi tega že lahko sklepamo o nizki odvisnosti med obema spremenljivkama. To nam potrjujejo tudi naslednji podatki regresijske analize.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square*	Std. Error of the Estimate
1	,431 ^a	,186	,123	,3020

a. Predictors: (Constant), Δ Ugled 2004/2003 (v odstotkih)

* zaradi majhnega vzorca upoštevamo prilagojen R^2

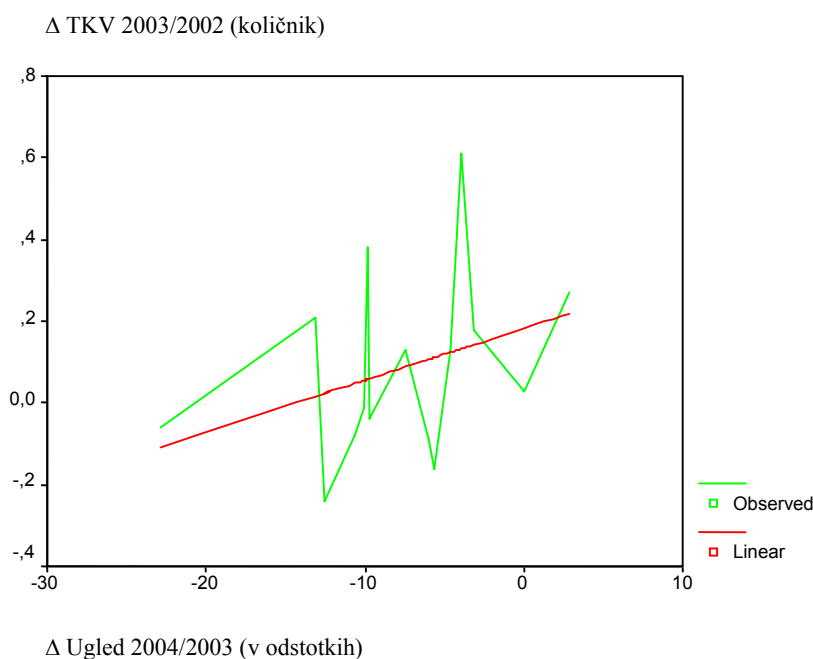
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,261	,128		2,038	,062
	Δ Ugled	-2,26E-02	,013	-,431	-1,722	,109

a. Dependent Variable: Δ TKV 2002/2001 (količnik)

Vrednost pojasnjene variance je 0,123. To pomeni, da lahko le 12,3 odstotka razlike med količnikom tržne in knjižne vrednosti za leti 2002 in 2001 pojasnimo z razliko med vrednostima ugleda predsednikov uprav za leti 2004 in 2003. Ker je vrednost signifikance večja kot 0,05, zavrnilo domnevo o vplivu spremenljivke Δ ugled 2004/2003 na spremenljivko Δ tržna/knjižna vrednost podjetja 2002/2001.

Slika 5.3: Δ Ugled predsednika uprave 2004/2003 \rightarrow Δ tržna / knjižna vrednost podjetja 2003/2002



Regressijsko odvisnost med obema spremenljivkama ponazarja zgornji razsevni grafikon. Kot lahko vidimo, se točke, ki predstavljajo enote (obarvano zeleno), precej odklanjajo od regresijske krivulje (obarvano rdeče). Na podlagi tega že lahko sklepamo o nizki odvisnosti med obema spremenljivkama. To nam potrjujejo tudi naslednji podatki regresijske analize.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square*	Std. Error of the Estimate
1	,349 ^a	,122	,055	,2171

a. Predictors: (Constant), Δ Ugled 2004/2003

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,182	,092		1,977	,070
	Δ Ugled	1,268E-02	,009	,349	1,344	,202

a. Dependent Variable: Δ TKV 2003/2002

Vrednost pojasnjene variance je 0,055. To pomeni, da lahko le 5,5 odstotka razlike med količnikom tržne in knjižne vrednosti za leti 2003 in 2002 pojasnimo z razliko med vrednostima ugleda predsednikov uprav za leti 2004 in 2003. Ker je vrednost signifikance večja kot 0,05, zavrnemo domnevo o vplivu spremenljivke Δ ugled 2004/2003 na spremenljivko Δ tržna/knjižna vrednost podjetja 2003/2002.

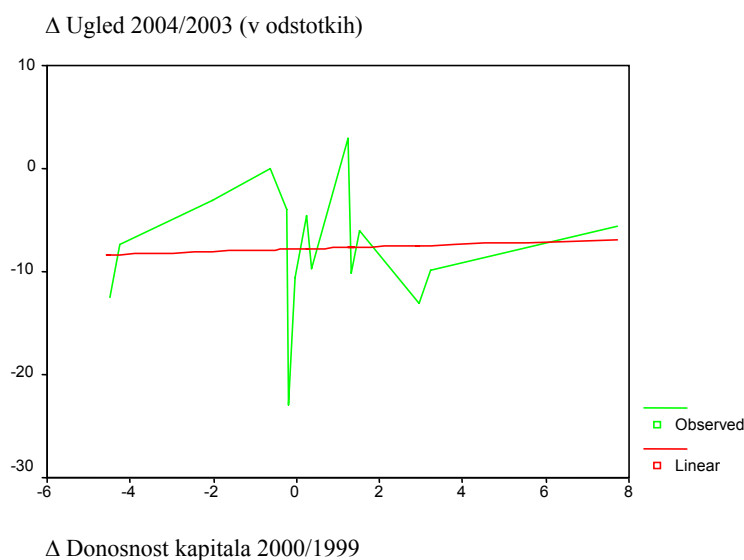
V vseh treh primerih regresijske analize zavrnemo domnevo o vplivu ugleda predsednikov uprav na tržno vrednost podjetij oziroma hipotezo, da ugled predsednika uprave pomembno vpliva na nakupne odločitve borznih posrednikov in analitikov. Mejno nizek delež pojasnjene variance v vseh treh primerih lahko pojasnimo z naslednjimi vzroki. Prvi bi bil v visokem deležu ostalih spremenljivk, ki jih nisem upošteval pri analizi (na primer panoga, v kateri podjetje deluje, starost podjetja, prodaja itd), drugi v napačni obliki funkcijske povezanosti in majhnosti vzorca, tretji razlog v neočiščenih podatkih (obe spremenljivki nista bili uravnoreženi), četrti razlog pa bi lahko bilo tudi dejstvo, da smo primerjali povezanost mehke (ugled) in trde (tržna/knjižna vrednost) spremenljivke. Običajno je v teh primerih delež pojasnjene variance nižji kot pri dveh trdih spremenljivkah.

V vseh treh primerih regresijske analize je bila stopnja pomembnosti večja kot 5 odstotkov. V prvih dveh primerih (stopnja pomembnosti je 12,9 oziroma 10,9 odstotka) smo se meji sprejetju domneve, da ugled vpliva na razmerje med tržno in knjižno vrednostjo podjetij že približali. Še bolj pa bi se ji verjetno ob večjem vzorcu.

5.2.2 Druga hipoteza

Druga hipoteza, ki jo bom skušal preveriti s pomočjo regresijske analize, se glasi: ugled predsednika uprave podjetja ni rezultat zgolj pretekle finančne uspešnosti podjetja. Pri dokazovanju te hipoteze primerjam razliko med vrednostjo ugleda predsednikov uprav v obdobju 2004/2003 in razliko med čisto donosnostjo kapitala v obdobjih 2000/1999, 2001/2000, 2002/2001 in 2003/2002. Predpostavka je, da finančne informacije na spremembo ugleda vplivajo z določnim časovnim zamikom. Ta v mojem primeru znaša od enega do štirih let.

Slika 5.4: Δ Donosnost kapitala 2000/1999 \rightarrow Δ Ugled predsednika uprave 2004/2003



Regresijsko odvisnost med obema spremenljivkama ponazarja zgornji razsevani grafikon. Kot lahko vidimo, se točke, ki predstavljajo enote (obarvano zeleno), precej odklanjajo od regresijske krivulje (obarvano rdeče). Na podlagi tega že lahko sklepamo o nizki odvisnosti med obema spremenljivkama. To nam potrjujejo tudi naslednji podatki regresijske analize.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,057 ^a	,003	-,073	6,375

a. Predictors: (Constant), Δ Donosnost kapitala 2000/1999

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-7,813	1,666		-4,690	,000
	Δ Donosnost	,118	,572	,057	,207	,839

a. Dependent Variable: Δ Ugled 2004/2003 (v odstotkih)

Vrednost pojasnjene variance je 0,073. To pomeni, da lahko le 7,3 odstotka razlike med vrednostima ugleda predsednikov uprav za leti 2004 in 2003 pojasnimo z razliko med čisto donosnostjo kapitala v obdobjih 2000/1999. Ker je vrednost signifikance večja kot 0,05, lahko zavržemo domnevo o vplivu spremenljivke Δ donosnost kapitala 2000/1999 na spremenljivko Δ ugled 2004/2003 .

Ker sem do podobnih ugotovitev prišel tudi s primerjanjem razlike med vrednostjo ugleda predsednikov uprav v obdobju 2004/2003 in razliko med čisto donosnostjo kapitala v obdobjih 2001/2000, 2002/2001 in 2003/2002, v nadaljevanju navajam tabelo, iz katere je mogoče razbrati vrednosti pojasnjene variance in signifikance.

Tabela 5.4: Nizki deleži pojasnjene variance

Časovni zamik vpliva donosnosti kapitala	R ² – pojasnjena varianca (v odstotkih)	Signifikanca (v odstotkih)
4-letni zamik	7,3	83,9
3-letni zamik	2,9	25,6
2-letni zamik	0,2	34,3
1-letni zamik	4	50,8

Rezultati vseh štirih regresijskih analiz kažejo, da povezanost med donosnostjo kapitala in ugledom predsednika uprave ne obstaja. S tem lahko zavrnem tudi drugo hipotezo, ki pravi, da ugled predsednika uprave ni rezultat zgolj pretekle finančne uspešnosti podjetja. Navedeni rezultati namreč kažejo, da je povezanost med obema spremenljivkama statistično nepomembna, kar pomeni, da pretekla finančna uspešnost sploh ne vpliva na ugled predsednika uprave. Vendar je treba pri tem opozoriti, da so za nizko povezanost lahko krivi tudi metodološki razlogi. Prvi je ta, da sem v svojem modelu upošteval samo

enega izmed finančnih kazalcev, drugi razlog so neočiščeni podatki (obe spremenljivki nista bili uravnoteženi s povprečjem), tretji majhnost vzorca, četrti razlog pa bi lahko bilo tudi dejstvo, da smo primerjali povezanost mehke (ugled) in trde (donosnost kapitala) spremenljivke. Običajno je v teh primerih delež pojasnjene variance nižji kot pri dveh trdih spremenljivkah.

6 SKLEP

Ugled podjetja in ugled predsednika uprave sta temi, ki v zadnjih letih burita duhove tako v podjetjih kot v akademskih krogih. Eno bolj zanimivih vprašanj znotraj tega okvirja je, kako ugled vpliva na tržno in finančno uspešnost podjetij in obratno. Rezultati dosedanjih raziskav s tega področja niso enotni, večkrat so si celo nasprotujoči. Vzroka za to sta najmanj dva: kompleksno razmerje, ki ga je težko spraviti v formulo, in pomanjkljiv teoretski okvir, ki bi predstavljal trdno raziskovalno bazo. Skladno s tem so bila tudi moja pričakovanja ob preverjanju obeh v uvodu zapisanih hipotez.

Slovenski borzni posredniki in analitiki pravijo, da pri nakupu delnic najbolj upoštevajo finančne kazalce, manj pa na njihove nakupne odločitve vpliva ugled predsednika uprave. Do podobnih zaključkov sem prišel tudi s preverjanjem prve hipoteze. Iz tega sledi, da ugled predsednika uprave ne vpliva pomembno na odločitve slovenskih borznih posrednikov in analitikov. Če odmislim metodološke in konceptualne razlage (precejšen vpliv borznih posrednikov in analitikov na tržno vrednost podjetja in drugo), se ta ugotovitev dobro ujema s hipotezo učinkovitih trgov, ki predpostavlja racionalno obnašanje borznih posrednikov in analitikov ter drugih vlagateljev. Vendar je šibka točka te hipoteze, da ne pojasnjuje dovolj celovito odzivov trga, saj se preveč omejuje na trde dejavnike, zanemarija pa mehke, ki so vsaj tako pomembni kot prvi. Vpliv slednjih bi lahko razložili z različnimi teorijami učinkov komuniciranja, ki pojasnjujejo psihosociološko obdelavo informacij in vedenj posameznikov. Domnevo, da se borzni posredniki in analitiki najpogosteje odločajo na podlagi trdnih, finančnih kazalcev, lahko omaje tudi dejstvo, da delež neotipljivega kapitala podjetja, ki za zdaj še nima mesta v bilancah podjetja, pogosto zavzema že več kot polovico celotnega premoženja podjetja.

Bolj presenetljiva pa je druga ugotovitev diplomskega dela, ki pravi, da pretekla finančna uspešnost podjetja ne vpliva na ugled predsednika uprave. Vzroke za takšno ugotovitev lahko pripišem predvsem razlogom metodološke in konceptualne narave. Številne dosedanje raziskave so dokazale pozitiven vpliv finančne uspešnosti na ugled podjetja, vendar kljub vsemu velja opozoriti, da ne gre enačiti ugleda predsednika uprave z ugledom podjetja. Druge razloge, zakaj pretekla finančna uspešnost podjetja ne vpliva na ugled predsednika uprave bi težko pojasnil, saj so zelo redke raziskave, ki so skušale pojasniti omenjeni vpliv. Ena njihovih ključnih pomanjkljivosti in hkrati pomanjkljivost raziskav, ki

so skušale dokazati vpliv finančne uspešnosti na ugled podjetja, je neenoten teoretski okvir. Med avtorji je še največ soglasja, da je treba temelje omenjenega vpliva iskati v teoriji virov, ki pojmuje podjetje kot nosilca različnih virov. Konkurenčno prednost podjetju zagotavljajo tisti viri, ki so dragoceni, redki, težko posnemljivi in nezamenljivi. Gre torej za t.i. mehke dejavnike, med katerimi pomembno vlogo igra tudi ugled predsednika uprave podjetja.

Cilj, ki sem si ga zadal na začetku, je izpolnjen. Kljub temu pa bi bilo potrebno za globlje razumevanje razmerja med ugledom predsednika uprave in finančno uspešnostjo podjetja nekaj izboljšav. Prva med njimi je bolj kompleksen raziskovalni model, ki bi vključeval večje število spremenljivk in ki bi imel širšo konceptualno podporo pri različnih teorijah, predvsem mislim tu na teorijo virov. Takšne raziskave, ki bi potrjevale domneve o pozitivnem vplivu ugleda na finančno uspešnost podjetij, bi gotovo tudi povečale zavedanje o pomenu ugleda predsednikov uprav v slovenskih podjetjih.

7 LITERATURA

Bajt, Aleksander in Štiblar, Franjo (2002): Statistika za družboslovce. GV Založba, Ljubljana.

Balmer, John M.T. (2001): From the Pentagon: A New Identity Framework. *Corporate Reputation Review*, 4(1), str. 11–22. Henry Stewart Publications, London.

Barber Brad, Lehavy Reuven, McNichols Maureen in Treuman Brett (2001): Prophets and Losses: Reassessing the Returns to Analysts' Stock Recommendations. Research Paper No. 1692. Graduate School of Business, Stanford University.

Bromley, D.B. (1993): Reputation, Image and Impression Management. John Wiley and Sons, New York.

Carmeli, Abraham in Freund, Anat (2002): The Relationship Between Work and Workplace Attitudes and Perceived External Prestige. *Corporate Reputation Review*. Vol. 5, No.1, pp. 51–68.

Dowling, Grahame R. (1994): Corporate Reputations: strategies for developing the corporate brand. London: Kogan page.

Fombrun, Charles J. (1996): Reputation: Realizing Value from the Corporate Image. Harvard Business School Press. Boston.

Fombrun, Charles J. in Riel, C.B.M., van (2004): Fame and Fortune: how successful companies build winning reputations. Prentice Hall, New Jersey.

Fombrun, Charles in Shanley, Mark (1990): Whats in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*. Vol. 33, No. 2, pp. 233–258.

Gaines-Ross, Leslie (2003): CEO Capital: A Guide to Building CEO Reputation and Company Success. John Wiley and Sons, New Jersey.

Gaines-Ross, Leslie in Cakim, Idil (2002): More Than a Suit. *Across the Board*, july/august 2002.

Gaines-Ross, Leslie (2000): CEO Reputation: the new factor in shareholder value. *Directorship*, Vol. 26 (5).

Kitchen, Philip J. in Schultz, Don E. (2004): Managing the Changes in Corporate Branding and Communication: Closing and Re-opening the Corporate Umbrella. *Corporate Reputation Review*, vol. 6 (5), str. 347–366. Henry Stewart Publications.

Kline, Miro (2001): Ugled podjetja je realno, čeprav neotipljivo bogastvo. *Marketing Magazin* (4), 4.

Kline, Miro in Rozman, Ana (2002): Direktor brez ugleda dela škodo. *Manager* (5).

Kline, Miro in Rozman, Ana (2003): Malo jih okusi nadpovprečnost. *Manager* (10).

Kline, Miro, Marolt, J.B. in Berus, Tomaž (2001): Ugled – nevidno premoženje? Marketing Magazin, 245, 9, str. 22–23.

Kline, Miro (1999): Kaj se skriva za imenom podjetja? Marketing Magazin, 219–220, 7–8, str. 28–29.

Mahon, John F. in Wartick, Steven L. (2003): Dealing with Stakeholders: How Reputation, Credibility and Framing Influence the Game. Corporate Reputation Review. Vol. 6, No.1, pp. 19–35.

Park, D. in Berger, Bruce K. (2004): [The Presentation of CEOs in the Press, 1990-2000: Increasing Salience, Positive Valence, and a Focus on Competency and Personal Dimensions of Image](#). Journal of Public Relations Research.

Petrick, Joseph A., Scherer, Robert F., Brodzinski, James D., Quinn, John F. in Ainina, Fall M. (1999): Global leadership skills and reputational capital: Intangible resources for sustainable competitive advantage. Academy of Management Executive, Vol. 13, No. 1.

Planinc, Damjan (2004): Vpliv predsednika uprave na tržno vrednost podjetja. Gospodarski vestnik, leto LIII, št. 23, str. 20.

Podnar, Klement (2000): Razumevanje koncepta korporativne identitete – meje novonastajajočega raziskovalnega polja. Akademija MM (6).

Razpet, Aleš, Tič, Marjeta V. in Verčič, Dejan (2003): Komuniciranje s finančnimi javnostmi. GV Založba, Ljubljana.

Revell, Janice (2002): [Should you bet on the CEO?](#) Fortune, Vol. 146 (10).

Riel, C.B.M., van (1995): Principles of Corporate Communication. Prentice Hall, London.

Roberts, Peter W. in Dowling, Grahame R. (2000): Reputation and Sustained Superior Financial Performance. Academy of Management Proceedings.

Sabate, Juan Manuel de la Fuente in Puente, Esther de Quevedo (2003): Empirical Analysis of the Relationship Between Corporate Reputation and Financial Performance: A Survey of the Literature. Corporate Reputation Review. Vol. 6, No. 2, pp 161–177.

Schultz, Majken, Mouritsen, Jan in Gabrielsen Gorm (2001): Sticky Reputation: Analyzing a Ranking System. Corporate Reputation Review. Vol. 4, No.1, pp. 24–41.

Schultz, Majken, Hatch, Mary J. in Holten L., Mogens (2000): The Expressive Organization: linking identity, reputation, and the corporate brand. Oxford University Press, New York.

Shrivastava, Paul (1995): Ecocentric Management for a Risk Society. Academy of Management Review. Vol. 20, No. 1, pp. 118–137.

Ule, Mirjana in Kline, Miro (1996): Psihologija tržnega komuniciranja. FDV, Ljubljana.

Verčič, Dejan (2000): Uvod v poslovno komuniciranje. Akademija MM (6).

Vergin, Roger C. in Qoronfleh, M.W. (1998): Corporate reputation and the stock market. Business Horizons. Vol. 41, No. 1, p.19.

Waldman, David A., Ramirez, Gabriel G., House, Robert J. in Puranam, Phanish (2001): Does Leadership Matter? CEO Leadership Attributes and Profitability Under Conditions of Perceived Environmental Uncertainty. Academy of Management Journal. Vol. 44, No. 1, pp. 134–143.

White, Jon in Mazur, Laura (1995): Strategic Communication Management. Addison-Wesley Publishers Inc., Workgham.

DRUGI VIRI

Burson-Marsteller, On the Minds of CEOs,

http://www.bm.com/insights/popups/charisma_pop.html, dosegljivo 10.8.2004

Gainess-Ross, Leslie in Komisarjevsky, Chris (1999): The Brand-Name CEO.

www.bm.com/insights/popups/ceobrandname_pop.html, dosegljivo 17.8.2004

Stewart, Neil (2003): A Global Perspective on Investor Relations. Investor Relations Magazine, London. www.ironthenet.com, dosegljivo 20.3.2003

www.accenture.com

www.gvin.com

www.ljse.si