

Dr. Dušan Mramor  
 Ekonomska fakulteta  
 Univerza v Ljubljani

## **FINANČNO UPRAVLJANJE KOT FAKTOR KAKOVOSTI POSLOVANJA SLOVENSKEGA PODJETJA<sup>1</sup>**



**M**edtem, ko je vprašanje kakovosti na proizvodnem in delno prodajnem področju podjetij v Sloveniji že zelo upoštevano, dodelano in tudi standardizirano, pa tega ne moremo trditi za druge poslovne funkcije podjetja. Posebno problematične so tako imenovane mehke funkcije povezane z upravljanjem podjetja, čeprav postajajo v vedno bolj prevladujoči storitveni družbi prav te glavni elementi konkurenčnosti. Opredelitev kakovosti teh poslovnih funkcij oziroma elementov poslovanja podjetja pa je bistveno težja in v mnogočem tudi v razvitih tržnih gospodarstvih nejasna. Zahteva zelo poglobljeno poznavanje teorije in prakse teh področij v podjetjih razvitih držav in analizo slovenskih posebnosti v katerih podjetja poslujejo v prehodnem obdobju. V tem sestavku prikazujem kako velik je razmak med kakovostnim finančnim upravljanjem podjetij v razvitih državah in slovenskimi podjetji, od kod ta razmak izvira, kaj bi bilo potrebno narediti, da se zmanjša in kako vpliva na mednarodno konkurenčno sposobnost slovenskih podjetij. Osredotočam se na cilj poslovanja podjetja, njegovo investicijsko politiko, politiko strukture kapitala in dividend, finančno načrtovanje in politiko obratnega kapitala, ob strani pa puščam manj splošna področja poslovnih financ, kot so na primer združitve in prevzemi, prisilne poravnave, stečaji in likvidacije, mednarodno finančno poslovanje in zavarovanja pred finančnimi tveganji, ker bi njihova obravnava preseгла zastavljen okvir bolj ali manj splošne veljavnosti<sup>2</sup>.

### **CILJ POSLOVANJA PODJETJA**

Ključno dilema poslovnih financ in tudi vseh ostalih poslovnih funkcij v povprečnem slovenskem podjetju je po mojem mnenju vprašanje, kaj je pravzaprav cilj poslovanja. Tako kot velja za katerokoli drugo dejavnost, velja tudi za poslovanje podjetja, da je potrebno najprej določiti cilj dejavnosti in nato glede na cilj in okoliščine sprejemati odločitve, ki bodo omogočile uresničitev cilja.

Za podjetja, ki poslujejo v tržnih gospodarstvih praviloma velja, da je njihov primarni cilj maksimiranje vrednosti premoženja, ki so ga lastniki vložili v podjetje. V teh gospodarstvih praviloma velja, da je vrednost tega premoženja tem večja, čim večje denarne donose od tega premoženja lastniki pričakujejo v prihodnosti (npr. v obliki dividend, v obliki kapitalskih dobičkov ob prodaji delnic ali pa drugače), čim prej bodo lahko dobili te denarne donose in čim manjše je tveganje, da dejanski denarni donosi ne bodo enaki pričakovanim. **Pri tem je bistveno, da lastniki od rezultata poslovanja dobijo tisto kar ostane (imajo terjatev do preostanka) in maksimiranje pričakovanega ostanka pri določenem tveganju je njihov cilj (ne na primer plače) in cilj poslovanja podjetja.** Izkazalo se je, da ko podjetje primarno sledi temu cilju, lahko dolgoročno obstaja in raste ter hkrati zagotavlja tudi zadovoljivo doseganje ciljev ostalih interesnih skupin podjetja (zaposlenih, menedžerjev, kreditodajalcev, države, dobaviteljev, kupcev itd.). Predvsem v zadnjih desetih letih je nastala obsežna literatura, ki proučuje, kako učinkovito lahko lastniki v posameznem gospodarstvu (oz. podjetju) v zgoraj razloženem smislu obvladujejo poslovanje podjetja, kot posledica različnega pravnega sistema, strukture lastništva, finančnega sistema, kulture ipd<sup>3</sup>. V skoraj vsej tej obsežni literaturi pa je predpostavljeno oziroma dokazano, da je bolj učinkovito tisto gospodarstvo (oz. podjetje), kjer lahko lastniki bolje obvladujejo poslovanje podjetja oziroma je njihov cilj, kot smo ga navedli zgoraj, primarni.

Način slovenske odprave družbene lastnine je z vidika cilja poslovanja podjetja prinesel v prvih letih relativno malo sprememb. Za običajno ("privatizirano") slovensko podjetje še vedno velja, tako kot je veljalo v preteklem ekonomskem sistemu, da je primarni cilj poslovanja podjetja predvsem odvisen od ciljev zaposlenih. Le počasi prihaja do sprememb zaradi novo nastalih podjetij, podjetij, ki so šla skozi postopek stečaja in v manjši meri zaradi zahtev novonastalih zunanjih lastnikov oziroma njihovih pooblaščenecv. Finančniki so v običajnem slovenskem podjetju zato v težkem položaju in kot bomo razložili v okviru naslednje točke, celo v bistveno težjem, kot nosilci drugih poslovnih funkcij. Primorani so ali slediti cilj, za katerega je znano in dokazano, da vodi k dolgoročno neuspešnemu poslovanju (npr. maksimiranje plač), ali pa je borba med posameznimi interesnimi skupinami v podjetju tako huda, da ni jasno, kdo obvladuje podjetje in tako cilja sploh ni mogoče opredeliti. V takšnih razmerah finančniki v podjetju največkrat enostavno opustijo del svojih sicer bistvenih funkcij, ali pa jih opravljajo nekako po žobčutku' v okviru nejasnih ciljev in pojmov. Stanje je precej podobno tistemu v prejšnjem ekonomskem sistemu in z njim tudi finančni rezultati slovenskih podjetij (npr. sektor gospodarstva je imel do leta 1998 neto izgubo, v letu 1998 pa minimalni čisti dobiček).<sup>4</sup>

## NALOGE IN POMEN FINANC V PODJETJU

V tržnih ekonomijah imajo finance v podjetju običajno dvojno vlogo. Najprej skrbijo za plačilno sposobnost podjetja tako, da na finančnem trgu zagotavljajo ustrezno financiranje in nalaganje morebitnih (praviloma kratkoročnih) presežkov.<sup>5</sup> Poleg te pa imajo v sodobnem podjetju finančniki še izredno pomembno dodatno funkcijo koordinacije med vsemi poslovnimi področji z namenom doseganja cilja poslovanja podjetja. Ta funkcija se lahko različno označuje in med različnimi državami se lahko uporablja isti pojem za različne pomene, vendar je za to funkcijo bistveno, da z vidika cilja poslovanja podjetja analizira vse poslovne odločitve podjetja, daje informacije o uspešnosti (pretekli in predvideni prihodnji) posameznih dejavnosti oziroma odločitev in sodeluje pri sprejemanju teh odločitev – skratka nadzoruje, da se sprejemajo samo takšne posamezne odločitve, ki so potencialno finančno uspešne z vidika celotnega podjetja. Ker imajo poslovne odločitve skoraj vedno finančne posledice, cilj poslovanja podjetja pa je finančno opredeljen, je razvoj pokazal, da je najbolj racionalno, da to funkcijo opravljajo finance.<sup>6</sup> Med avtorji in v podjetjih, obstajajo precejšnje razlike glede poimenovanja pa tudi razumevanja te funkcije, vendar le-ta predvsem v večjih podjetjih praviloma zajema: finančno informacijsko osnovo (računovodstvo, priprava izkazov poslovanja), analizo poslovanja (oz./in notranjo revizijo), finančno načrtovanje (kratkoročno, dolgoročno in investicijsko) ter vsa opravila s plačili in davki (glej npr. Brealey and Myers, 1996, str. 7).

Za obe funkciji poslovnih financ velja, da ju je možno uspešno izvajati samo, če je jasno opredeljen cilj poslovanja podjetja. Ob sedanjem stanju na področju teorije in prakse poslovnih financ je za zasebno podjetje, ki ni neprofitno, na razpolago predvsem dobro razvita teorija in praksa finančnega upravljanja podjetja, ki posluje s ciljem maksimiranja premoženja lastnikov. Kot sem že omenil, v slovenskih žprivatiziranih' podjetjih, ki predstavljajo najpomembnejši del gospodarstva, ta cilj še ni izkristaliziran. Jasna opredelitev, kaj je in kaj ni uspešno poslovanje, je zelo problematična (ohranitev delovnih mest, čim višje plače, dobiček itd.), zato koordinativna funkcija financ v njenem bistvenem delu ni jasno opredeljena. Ker ni, tudi ni potrebe, da bi jo finančnik opravljal, ali pa se mu nalaga odgovornost za finančno uspešnost poslovanja, pri čemer ni opredeljeno, kaj ta finančna uspešnost je. Finančnik je stalno v precepu, da bi nekaj moral storiti, da bi podjetje dolgoročno finančno uspešno poslovalo, pa hkrati tega ali ne more neposredno storiti ali pa mu vodje ostalih poslovnih funkcij ne pustijo ničesar storiti, ker vedo, da pravzaprav ni v njegovi moči, da bi karkoli bistvenega lahko naredil. Če te funkcije ne opravlja, mu ostane predvsem funkcija financiranja podjetja (ko se vodje ostalih poslovnih funkcij dogovorijo o obsegu in načinu poslovanja mora finančnik zagotoviti financiranje), pa še v tem primeru ne more svoje funkcije dobro opravljati, saj brez jasnega cilja poslovanja tudi ni možno oceniti, kateri način financiranja je najboljši.

Seveda pa problem naloge in vloge financ ne bo rešen sam po sebi v trenutku, ko bo prevladal jasen cilj poslovanja podjetja – maksimiranje premoženja lastnikov. Za rešitev tega problema sta potrebna najmanj dva pogoja. Prvi je zelo jasna sprememba razumevanja nalog in vloge financ v podjetju najprej s strani finančnika samega in nato sprejem te logike s strani ostalih vodilnih. Drugi, še bistveno bolj zahteven pogoj pa je usposobljenost finančnika, da obe relativno kompleksni funkciji tudi kakovostno opravlja. V sodobni teoriji in praksi poslovnih financ je razvito izredno veliko število modelov, metod in tehnik finančnega upravljanja in analiziranja, na razpo-

lago je izredno veliko instrumentov financiranja, finančnega investiranja in zavarovanja pred tveganji, obstaja pa tudi izredno veliko empiričnih raziskav, iz katerih lahko razberemo, kako se podjetja v razvitih državah finančno upravljajo. Finančnik, ki bi želel dobro opravljati svoj posel in konkurirati finančnikom iz razvitih držav (npr. EU), bi moral poznati velik del tega in to tudi znati uporabljati.

V zadnjih sedmih letih je bilo veliko narejenega na področju izobraževanja finančnikov na dodiplomskem in podiplomskem študiju in v obliki študijskega izpopolnjevanja oziroma preizobraževanja že zaposlenih finančnikov. Vendar pa je potrebno narediti še mnogo več, da bi lahko ujeli velik zaostanek tako v razumevanju in poznavanju logike in instrumentov, kot tudi v sposobnosti uporabe tega znanja.

Poleg tega pa imamo veliko pomanjkanje teoretičnih in empiričnih raziskav, ki bi prikazale finančno upravljanje slovenskih podjetij z vseh zornih kotov in poskušale razložiti vzroke za takšno obnašanje. Običajen odnos do teoretičnih razlag in empiričnih raziskav je pri slovenskih finančnikih, če ne odkrito pa vsaj prikrito, odklonilen. Iz osebnih izkušenj lahko sklepam, da finančniki sprejemajo te raziskave kot nekaj nepotrebne, saj je "to samo teorija, v praksi pa je vse drugače". Takšno mnenje je seveda razumljivo, saj izvira predvsem iz nekaterih izkušenj v preteklem ekonomskem sistemu in iz našim današnjim razmeram zaenkrat še nezdružljivimi razlagami teorije razvitih tržnih gospodarstev. Vendar pa bi morali slovenski finančniki počasi opustiti takšen odnos do raziskav, saj bo vključitev v EU prinesla tudi drugačne (najmanj evropske) zahteve po finančnem upravljanju naših podjetij. Razumevanje kako so finančno upravljana slovenska podjetja danes in zakaj ter kakšne spremembe lahko pričakujemo v prihodnje, je nujno, če želimo v ustreznem času doseči učinkovitost in uspešnost finančnega upravljanja uspešnih podjetij iz razvitega dela sveta.

Poglejmo si sedaj nekatere pomembne posebnosti, probleme in dileme bistvenih področij dolgoročnih in kratkoročnih poslovnih financ slovenskih podjetij.

## **DOLGOROČNE INVESTICIJSKE ODLOČITVE**

Izmed podjetniških odločitev so dolgoročne investicijske odločitve brez dvoma v normalnih razmerah (v okolju in podjetju) najpomembnejše odločitve. Vloga finančnika pri teh odločitvah je v tržnem gospodarstvu izredno odgovorna, saj je njegova naloga, poleg končnega ekonomskega ovrednotenja projekta in izdelave predloga za sprejetje oziroma zavrnitev, tudi uskladitev ključnih predpostavk ter posredovanje ocen o prihodnjem dogajanju v okolju in ocena možnosti ter stroškov financiranja.

Pomena dolgoročnih investicijskih odločitev smo se dobro zavedali tudi v prejšnjem ekonomskem sistemu. Bile so zagotovo najbolj strokovno obdelane poslovne odločitve, vključno s predpisano metodologijo ocene investicijskih projektov, kjer je bila interna stopnja donosa najpomembnejši investicijski kriterij. Pravzaprav je bil del metodologije za ekonomsko ovrednotenje investicijskih projektov prenešen iz "zahodnih" držav, pri čemer se ni upoštevalo dejstvo, da je bistvena predpostavka te metodologije maksimiranje premoženja lastnikov podjetja, ki investira. Ker lastnikov ni bilo, je metodologija služila bankam za oceno kreditne sposobnosti glede na donosnost praviloma posameznega projekta (ne podjetja kot celote) in pri tem se je predpostavljalo, da dovolj visoka donosnost projekta zagotavlja tudi plačevanje obresti in odplačilo kreditov. Banke so v skladu s to logiko tudi predpisale enoten strošek kapitala oziroma minimalno interno stopnjo donosa, ki jo je moral doseči katerikoli investicijski projekt, da bi bil primeren za kreditiranje. Podjetja so to logiko, kolikor se je le dalo, izigravala in računala interno stopnjo donosa od konca proti začetku (željenemu rezultatu so priredila podatke), saj so dobila ob dani nominalni obrestni meri in naraščajoči inflaciji del kredita podarjenega. Skratka, ob neizpoljenih bistvenih predpostavkah tržne ekonomije se je uporaba tehnik tržne ekonomije popolnoma izrodila.

Posledice so vidne še danes, delno zaradi nedokončanega procesa sprememb v obvladovanju podjetij, delno pa enostavno zaradi tega, ker prenekateri finančnik oziroma bančnik še vedno uporablja enako logiko, kot je bila uporabljana v povsem drugih razmerah. Tako se še vedno uporablja:

- predvsem metoda interne stopnje donosa, čeprav se je v zadnjem času v razvitem svetu bolj uveljavila boljša metoda neto sedanje vrednosti;
- 10% (ali celo 8%), kar je bilo prej zapisano v bančnih kreditnih zahtevah, se največkrat še vedno uporablja kot ustrezna najmanjša interna stopnja donosa in se ne upošteva različno tveganje investicijskih projektov;
- logika, da so stroški lastniškega kapitala enaki nič (kakor je veljalo za družbeni kapital) in da so pomembni

- samo stroški zadolževanja;
- ocena investicijskega projekta posebej brez njegovega vpliva na obstoječe poslovanje, kot osnovo za oceno ekonomske sprejemljivosti projekta, čeprav je že prejšnja metodologija predvidevala oceno teh vplivov, vendar se je ta ocena največkrat izpuščala;
- vrsta drugih načinov izračuna, ki so bili za prejšnji ekonomski sistem verjetno kolikor toliko smiselne rešitve, vendar so v tržnem gospodarstvu nelogične, razvoj teorije in prakse na tem področju pa je v tem času tudi prinesel vrsto sprememb oziroma izboljšav.

Če pustimo vprašanje ustreznega cilja poslovanja ob strani in predpostavimo, da se poslovne odločitve sprejemajo na podlagi maksimiranja premoženja lastnikov, se najprej pojavi lažje rešljiv problem premajhnega znanja slovenskih finančnikov, ki je, kot smo že omenili problem pri vseh spodaj opisanih odločitvah. Druge rešitve ni kot bistveno bolj poglobljen študij financ na dodiplomskem in podiplomskem univerzitetnem študiju in sprememba še vedno pogosto prisotnega prepričanja, da se študij konča po diplomu ali magisteriju. Stalni študij najnovejše literature, ki predstavlja rezultate teoretičnih in empiričnih raziskav na področju poslovnih financ, sodelovanje na konferencah in raznih oblikah strokovnega izpopolnjevanja doma in v tujini je edini način, da finančnik ostane v stiku z najnovejšimi spoznanji, ki jih nato po presoji uporablja tudi v vsakodnevnih odločitvah. Največja investicija je seveda "ujeti" finančnike razvitih držav v znanju. Ta zahteva čas, veliko napora in tudi sredstev. Pri tem bi bilo verjetno smiselno, da znanje relativno zahtevnih analitičnih metod pridobivajo predvsem mlajši, dobro podkovani v kvantitativnih metodah, medtem ko se že obstoječi finančniki na vodilnih mestih usmerijo v razumevanje logike in pridobivanju informacij o razpoložljivih instrumentih, metodah, institucijah ipd. Pri tem je bistveno, da poskušajo eni in drugi bistveno bolje razumeti in tekoče spremljati svetovne trende (prvenstveno tiste v EU), kot so do sedaj.

Druga dilema se nanaša na vprašanje, ali je pri ekonomskem ocenjevanju investicijskih projektov v Sloveniji smiselno uporabljati logiko, kjer se ocenjujejo neto denarni tokovi skupaj za vse financerje (kreditodajalce in lastnike) in kot stroške kapitala uporablja tehtano povprečje vseh stroškov tega financiranja (NOPLAT : WACC model)<sup>7</sup>. Strokovno obstaja vrsta argumentov, ki v razvitih tržnih gospodarstvih največkrat podpirajo uporabo te logike, vendar bi bilo verjetno smiselno v sedanjih razmerah obvladovanja slovenskih podjetij proučiti tudi smiselnost uporabe logike ocenjevanja investicijskih projektov, ki neposredno poveže denarne tokove od projekta in zahtevano donosnost vloženega kapitala, z lastniki (NFCF : ke). Tako za marsikaterega finančnika in tistega, ki sprejema investicijske odločitve, ocena ekonomske uspešnosti projekta ne bi izgledala kot "črna skrinjica", temveč bi že sam način ocene neposredno navajal na razmišljanje, kolikšen bo učinek investicije na premoženje lastnikov. Ob ustrezni uporabi obe logiki dajeta enake rezultate, verjetno pa bi se prednosti uporabe logike "za lastnike" v Sloveniji izkazale za večje od siceršnjih njenih slabosti.

Bistveno težje pa je rešljiv problem ocenitve stroškov kapitala posameznega investicijskega projekta glede na njegovo tveganje. Z drugimi besedami, kolikšna je najmanjša donosnost investicijskega projekta, da je še sprejemljiv, glede na to, kako je le-ta tvegan. Problem ni zadovoljivo niti teoretično niti praktično rešen v razvitih tržnih ekonomijah, še bolj pa je pereč v ekonomijah na prehodu, kot je Slovenija. Problem lahko najprej razdelimo v dva dela. Prvi del se nanaša tako na stroške lastniškega kot dolžniškega kapitala. Ker so makroekonomske razmere v Sloveniji še vedno manj stabilne kot v razvitih državah, se to odraža tudi na stabilnosti obrestnih mer in na splošno na zahtevani donosnosti naložb. Obrestne mere in zahtevane donosnosti naložb so še vedno relativno visoke glede na tiste v razvitih državah. Zato lahko v prihodnje pričakujemo njihovo nadaljnje prilagajanje – verjetno predvsem padanje.<sup>8</sup> Tako pri oceni investicijskih projektov ni mogoče uporabljati enakih stroškov posameznih oblik kapitala v vseh prihodnjih letih življenjske dobe investicijskih projektov, temveč je potrebno predvideti njihovo spreminjanje. Kolikšne bodo spremembe je pomembno vprašanje, nanj pa ni lahkega odgovora. Oceno lahko da samo dobra kombinacija makro in mikroekonomske analize, ki bo tako teoretična (institucionalna) kot empirična. Drugi del problema pa je še bistveno težje rešljiv in se nanaša na ocenitev stroškov lastniškega kapitala, s katerim se praviloma delno financira investicijski projekt. Danes znani načini ocene stroškov lastniškega kapitala predpostavljajo obstoj sekundarnega trga kapitala in njegovo učinkovito delovanje. Neposredno iz tržnih podatkov o cenah delnic, podatkih o dividendah podjetja, ki investira, in cenah delnic vseh drugih podjetij, ter posredno, iz podatkov o cenah delnic in tudi izplačilnih dividend podobnih podjetij, se običajno ocenjujejo stroški lastniškega financiranja investicije. V Sloveniji največkrat ni na razpolago podatkov o gibanju cen delnic podjetja, ki investira, ali njemu podobnih podjetij, ker se z njimi ne trguje na organiziranem trgu, ali pa ni ustreznih podatkov o gibanju cen delnic

reprezentativnega vzorca vseh drugih podjetij za dovolj dolgo časovno obdobje. Če podatki so na razpolago, so lahko malo uporabni, saj naš trg kapitala ni učinkovit (Deželan, 1996). Skratka gre za vprašanja, kako oceniti zahtevano donosnost na lastniški kapital za povprečno tvegan projekt, potem kako oceniti relativni obseg (predvsem tržnega) tveganja posameznega investicijskega projekta in na koncu, kako ta relativni obseg tveganja prevesti v ustrezno zahtevano skupno donosnost lastniškega kapitala naloženega v ta projekt. Pri tem pomembno vlogo igra tudi pripravljenost in možnost tujine vlagati v podjetje, ki investira. Če je tujina pripravljena in če ima glede na razmere v Sloveniji možnost, lastniško vlagati v podjetje, so stroški lastniškega kapitala potencialno nižji, kot če ima projekt samo domače investitorje. Vsa ta problematika je resen izziv za teorijo in prakso.<sup>9</sup> Od tega kakšne rešitve se bodo izoblikovale je odvisno, kako uspešne bodo investicijske odločitve podjetij – ali bodo podjetja zaradi napačnih metod izpuščala sicer kakovostne investicijske projekte oziroma bodo investirala v projekte, ki bodo zmanjševali vrednost podjetja, ali pa bodo uspešno investirala in povečevala vrednost. Ta velik problem ustrezne ocenitve stroškov kapitala se nanaša tudi na področje strukture kapitala, zato ga tam ne bom ponovno obravnaval.

Kakovost načrtovanja denarnih tokov v zvezi z investicijskimi projekti je zadnji problem, ki ga na tem mestu omenjam. Kakovost je vezana na znanje o načrtovanju, poznavanje področja, razpoložljive informacije in seveda na razumevanje, da je potrebno vložiti kolikor je le mogoče napora v to načrtovanje. Problematika pa je podobna kot pri vsem finančnem načrtovanju v podjetju, zato bo tam tudi prikazana.

## **NAČIN DOLGOROČNEGA FINANCIRANJA PODJETJA (STRUKTURA KAPITALA)**

Med neposrednimi finančnimi odločitvami so zagotovo najpomembnejše tiste, s katerimi se zagotavlja dolgoročno financiranje podjetja. Na vprašanje, kakšna je optimalna struktura kapitala, je teorija dala le delne odgovore, seveda z vidika maksimiranja premoženja obstoječih lastnikov podjetja. Najpomembnejši skupni dejavnik, ki ga izpostavlja teorija, so različni stroški povezani z različnimi možnimi načini financiranja:

- zahtevan donos na dolg in lastniški kapital,
- stroški pridobitve financiranja (npr. izdaje vrednostnih papirjev),
- davčni stroški,
- stroški finančne stiske,
- stroški agentov,
- stroški izgubljenih investicijskih možnosti in drugi.

Naloga finančnika je financirati podjetje na takšen način, da so ti skupni stroški kar najmanjši, vendar pa teorija ne ponuja celovitega modela, s katerim bi si pomagali pri teh odločitvah. Obstajajo samo delni modeli, ki upoštevajo nekatere stroške, medtem ko je upoštevanje ostalih običajno prepuščeno dodatni kvalitativni pa tudi kvantitativni presoji. Ne glede na to, da so "recepti", ki jih "predpisuje" teorija na tem področju, bistveno manj zanesljivi, kot pri odločitvah o investicijskih projektih, pa je vseeno nakopičenega veliko znanja. Za dosežke na tem področju sta celo dva raziskovalca dobila Nobelovi nagradi.

V Sloveniji je le peščica podjetij, ki se z vprašanjem optimalne strukture kapitala aktivno ukvarja. Po eni strani to ni razumljivo, saj so bili stroški financiranja v Sloveniji v preteklih letih mnogo višji, kot v razvitem svetu in so bili možni prihranki veliki. Po drugi strani pa je to razumljivo zaradi vrste razlogov. Pred začetkom odprave družbene lastnine (npr. leta 1991-93) so bila podjetja glede na to, kaj bi bilo optimalno, dolgoročno financirana na različne načine. Razdelimo jih na podjetja, ki so bila zelo malo ali celo nič zadolžena in ostala. Obrestne mere so bile v Sloveniji izredno visoke, domači in tuji dolgoročni krediti pa so bili dosegljivi le za nekatera podjetja, globalne omejitve zadolževanja v tujini pa je uvedla tudi Banka Slovenije zaradi monetarnih razlogov.

Ostala, bolj zadolžena podjetja so se zavedala, da so v danih razmerah prezadolžena, vendar zadolženosti niso mogla oziroma želela zmanjšati. Primarni trg lastniškega kapitala je bil izredno omejen za podjetja, saj se je skoraj ves razpoložljivi dodatni domači lastniški kapital usmeril v banke, ki so želele dobiti polno licenco Banke Slovenije, ali pa je ostal "rezerviran" za delnice iz lastninskega preoblikovanja podjetij (Mramor, 1995). Zato je bil "svež" lastniški kapital, ki bi podjetja lahko uporabila za odplačilo dela posojil, zelo omejen in drag. Zaradi osamosvojitve in drugih znanih razlogov pa so bili tudi rezultati poslovanja slovenskih podjetij v tem obdobju v

največ primerih slabi (večina podjetij je poslovala z izgubo), zato tudi niso mogla zadržati dobičkov in iz tega vira odplačevati posojila. Poleg tega podjetja tudi niso želela povečati delež in s tem obseg družbenega kapitala. Sprejet je bil namreč takšen zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, ki je stimuliral zaposlene k čim nižji vrednosti družbenega kapitala z dveh vidikov. Najprej z običajnega vidika pridobiti čim več premoženja (z omejenim obsegom dodeljenih certifikatov in možnega nakupa s popustom), nato pa še z vidika prevzema nadzora nad poslovanjem podjetja. Če je bilo družbenega kapitala dovolj malo, so namreč zaposleni lahko prevzeli večinski delež lastniškega kapitala. Dodaten vendar pomemben dejavnik so bili tudi relativno nizki stroški finančne stiske v Sloveniji v tem obdobju (nekaj časa smo imeli celo moratorij na stečaje).

V podjetjih, ki so bila malo ali nič zadolžena, je praviloma veljalo in še velja prepričanje, da z njihovim dolgoročnim načinom financiranja ni nič narobe. Za večino teh podjetij bi veljalo, da imajo preveč lastniškega kapitala in zato previsoke stroške financiranja, če bi poslovala v razmerah razvitih tržnih gospodarstev in imela tudi običajno lastniško strukturo. Če pustimo ob strani vprašanje premajhnega znanja vodilnih menedžerjev o vplivu strukture kapitala na poslovanje podjetja, vendarle obstajajo objektivni razlogi za takšno prepričanje. V teh podjetjih so do sedaj, ob neaktivnih notranjih in zunanjih lastnikih, običajno obvladovali podjetje menedžerji, pri čemer so sledili prvenstveno svoje interese in interese notranjih lastnikov. Tudi iz teorije poslovnih financ je za takšne primere zelo lahko zaključiti, da je z vidika menedžerjev interesov najbolj ugoden lastniški kapital neaktivnih lastnikov – nanj lahko gleda kot na kapital brez stroškov oziroma z minimalnimi stroški. S tega vidika ne presenečajo pogoste trditve menedžerjev v strokovnih revijah, srečanjih in v medijih, da je potrebno drag dolžniški kapital zamenjati s poceni lastniškim, ali pa celo skrajne trditve, da je strošek lastniškega kapitala enak nič.<sup>10</sup> V primerih, ko obstaja določeno razmerje med notranjim in zunanjim lastništvom (kar praviloma v slovenskih podjetjih je), pa veliko lastniškega kapitala omogoča menedžerju tudi prelivanje premoženja od zunanjih k notranjim lastnikom, o čemer sem nekoliko več napisal v Mramor (1996). Notranji lastniki so namreč v teh podjetjih praviloma bolj "aktivni" (zaposleni, sindikati) z vidika zahtev po ustvarjanju in delitvi, zato jih lahko menedžerji zadovoljijo tudi s takšnim prelivanjem premoženja predvsem v plače in bonitete, kar zahteva relativno malo navora. V finančni teoriji bi za takšen primer dejali, da so stroški agentov za zunanje lastnike izredno visoki, omogoča pa jih tudi veliko lastniško financiranje. Zagotovo pa sta objektivna razloga tudi omejen dostop do dolgoročnega dolžniškega financiranja doma in v tujini in visoki stroški tega financiranja v Sloveniji. Do pred kratkim je bilo večini podjetij skoraj nemogoče v Sloveniji pridobiti dolgoročno posojilo za odkup lastnih delnic, če pa so takšno možnost imela, so bili stroški zadolžitve izredno visoki. Bistveni predpogoj za znižanje stroškov dolgoročnega financiranja podjetja z dolgoročno zadolžitvijo pa je, da je donosnost sredstev podjetja višja od obrestne mere teh dolgoročnih posojil. Za večino podjetij ta pogoj ni bil in še danes ni izpolnjen, razen v primerih, ko je mogoče lastne delnice odkupiti po izredno nizkih cenah (tržna vrednost lastniškega kapitala je ustrezno nižja od knjigovodske). Le malo od teh podjetij pa je imelo oziroma ima možnost pridobiti takšna posojila v tujini po nižjih obrestnih merah, vendar zaradi zgoraj navedenih razlogov te možnosti praviloma niso izkoristila.

Samo peščica dobro poslujočih podjetij, ki so bila malo ali nič zadolžena, se je zavedala, da bi lahko zmanjšala skupne stroške financiranja s poceni zadolževanjem na primer v tujini. Za ta podjetja praviloma velja, da imajo zunanji lastniki veliko večino in da so tudi aktivni. Ta podjetja so imela narejene tudi analize stroškov financiranja.<sup>11</sup> Odločala so se za postopno spremembo strukture kapitala. Predvidevala so, da bo slovenski način odprave družbene lastnine povzročil relativno nizke cene njihovih delnic na sekundarnem trgu kapitala in ocenila, da bo takrat najustreznejši čas za spremembo strukture kapitala s poceni zadolžitvijo v tujini in hkratnim poceni odkupom lastnih delnic. Hkrati so načrtovala tudi zmanjševanje prevelikega deleža lastniškega kapitala s financiranjem novih investicij z zadolževanjem.

Razen te peščice podjetij, ki svoje dolgoročno financiranje postopno usklajujejo s tistim, ki je običajno za podjetja v razvitih državah, pa za ostala velja, da jim proces priključevanja EU in s tem odpiranje slovenskega gospodarstva tujini, prinaša burno obdobje prilagajanja ali celo pretresov. Ta podjetja so pač neoptimalno finančno upravljana (so premalo ali preveč zadolžena), zato imajo višje stroške poslovanja od konkurentov in financirji teh podjetij dobijo manj na vloženi kapital (predvsem lastniški) kot drugje. Posledice takšnega poslovanja pa so v tržni ekonomiji znane. Takšna podjetja zelo težko pridejo do novega kapitala in če ga pridobijo, je zelo drag. Hkrati je notranje ustvarjen kapital nizek in razvoj podjetja vedno bolj zaostaja za konkurenti. Prodaja podjetja novemu lastniku še pred dokončnimi težavami ali v postopku stečaja oziroma likvidacije, je pričakovani končni rezultat za ta podjetja, če se finančno (in drugo) upravljanje teh podjetij ne bo v preostalih prilagoditvenih letih do vključitve v

EU bistveno spremenilo.

Kot je razvidno iz zgornje razlage je današnje neugodno stanje na tem področju posledica spleta dejavnikov, na katere podjetje bolj ali manj lahko vpliva (premajhno analitično znanje, premajhno poznavanje finančnega trga in možnosti, neaktivno upravljanje, nepoznavanje posledic vključitve v EU itd.) in dejavnikov, na katera ima podjetje le malo vpliva (npr. majhna ponudba na domačem in omejen dostop do tujega finančnega trga, draga posojila, neaktiven primarni trg kapitala). Zelo pomemben dejavnik, ki ga je prinesel izbrani način odprave družbene lastnine, je tudi izčrpavanje podjetja s strani sedanjih lastnikov, ki ga bom pojasnil v okviru točke politika dividend. Ta dejavnik vpliva na slabe možnosti podjetja za lastniško financiranje iz zadržanih dobičkov.

Zmanjševanje negativnega vpliva teh dejavnikov je resen izziv za finančno teorijo in prakso tako na ravni podjetja kot na narodnogospodarski ravni. V zadnjem času je bilo narejenih kar nekaj raziskav na področju strukture kapitala podjetij v Sloveniji in nekatere so v teku.<sup>12</sup> Prvi poskus izgraditve modela, primerne za ocenjevanje optimalne strukture kapitala slovenskega podjetja, je bil narejen že leta 1993 (Mlinar), sledili pa so mu še drugi (npr. Kuhelj Krajnovič 1996 In Joksimovič 1996). Ti modeli pa odpirajo vrsto dodatnih teoretičnih vprašanj, kot je na primer že omenjeno vprašanje ocenitve stroškov kapitala, pa tudi vprašanje upoštevanja omejenega dostopa do trga kapitala, običajno nujno upoštevanje povezave med investicijsko politiko, politiko dividend in strukturo kapitala v slovenskih razmerah itd. Slovenska finančna praksa bo morala spoznati pomen takšnih raziskav in zahtevati tudi njihovo praktično uporabnost. Na narodnogospodarski ravni pa je poseben izziv, kako zmanjšati negativne učinke izbranega načina odprave družbene lastnine na finančno okolje podjetja. Nekateri najnovejši predlogi v okviru razprav o pokojninski reformi, bi lahko bili ustrezna rešitev (Ribnikar, 1998). Njihova uresničitev bi lahko pomembno izboljšala pogoje dolgoročnega financiranja slovenskih podjetij doma in v tujini.

## POLITIKA DIVIDEND

Finančna teorija je pri opredelitvi faktorjev in ustreznih modelov, s pomočjo katerih bi lahko podjetje ocenjevalo optimalni obseg izplačanega čistega dobička v obliki dividend, še bistveno dlje od praktično uporabnih rešitev, kot pri odločanju o investicijskih projektih in strukturi kapitala. Za podjetje, ki ima neomejen dostop do kapitala (vedno se lahko dolgoročno zadolži ali pridobi nov lastniški kapital v potrebnem obsegu), so končni sklepi teorije najmanj kar lahko rečemo – vprašljivi.<sup>13</sup> Samo nekaj slovenskih podjetij je z vidika dostopa do kapitala blizu predpostavkam te teorije. Nekoliko bolj jasni so najnovejši sklepi finančne teorije za podjetja, ki imajo omejen dostop do kapitala (Barclay, Smith in Watts, 1997), za katere pa izgleda, da vsaj delno veljajo tudi za obnašanje podjetij, ki imajo neomejen dostop do kapitala. Najpomembnejši sklep te teorije je, da je politika dividend podjetij z omejenim dostopom do kapitala podrejena investicijski politiki in politiki strukture kapitala. V normalnih ekonomskih razmerah v državi lahko namreč normalno poslujoče podjetje najbolj poveča vrednost premoženja lastnikov najprej z dobro investicijsko politiko in nato z ustrežno strukturo financiranja. Sama politika dividend lahko prinese najmanj, lahko pa neustrezna politika dividend zelo zmanjša potencialno vrednost premoženja lastnikov, kadar na primer prevelika izplačila dividend ob omejenem dostopu do kapitala onemogočijo podjetju investirati v investicijske projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo ali pa onemogočijo vzpostavitev ustrezne strukture kapitala. Dolgoročne posledice takšne neustrezne politike dividend so lahko celo usodne, saj podjetje lahko zaradi zamujenih investicijskih priložnosti izgubi stik s konkurenco ali/in gre v stečaj zaradi prevelike zadolženosti.

Seveda pa obstoječa finančna teorija ne obravnava primera, ko so delnice razdeljene ali na pol podarjene vsem državljanom, od katerih jih večina ne želi obdržati in kjer so potrebe po investiranju, da bi se ujel korak z razvitemi, izjemno velike. Temelji namreč na normalnih razmerah, kjer določen del prebivalstva varčuje v obliki nakupa delnic in gospodarstvo normalno investira brez velikih šokov na primer izgub večine trgov in bistvenih preusmeritev dejavnosti. Finančna teorija torej obravnava razmere, ko vlada ravnovesje na trgu kapitala in ne neravnovesje, kar velja za Slovenijo.

V Sloveniji imamo razmere, kjer so potrebe podjetij po investiranju, da bi ujela korak s konkurenco, izredno velike.<sup>14</sup> Za velik del podjetij dodatno velja, da morajo hkrati prilagajati strukturo kapitala tako, da bo več lastniškega kapitala. Ob potrebah po dodatnem lastniškem kapitalu zaradi financiranja dela neto investicij in zamenjavi dela dolgov, pa imajo podjetja praviloma omejen dostop do lastniškega kapitala, saj je izbrani način odprave družbene lastnine povzročil, da se razpoložljivi dodatni lastniški kapital usmerja v relativno poceni "privatizaci-

jske" delnice, ki ga prodajalci teh delnic praviloma porabijo za tekočo potrošnjo, makroekonomske posledice teh (in še drugih) procesov pa povzročajo tudi različne omejitve pri dostopu naših podjetij do tujega lastniškega kapitala. Iz tega sklepanja sledi, da je politika dividend v sedanjem trenutku v Sloveniji izredno pomembna, saj je čisti dobiček bolj ali manj edini vir prepotrebne "svežega" lastniškega financiranja podjetij. Vendar pa v zvezi s tem obstajata vsaj dva problema. Prvi se nanaša na dejstvo, da je imel sektor gospodarstva v Sloveniji neto izgubo do leta 1998 (v tem letu pa minimalni čisti dobiček), drugi pa je problem jasnih zahtev zunanjih lastnikov po izplačilu čistega dobička v obliki dividend. Oba problema sta posledica neustreznega načina odprave družbene lastnine, ki je privedel do lastnikov podjetij, ki to nočejo biti. Najprej so tu v večini podjetij večinski notranji lastniki, ki so zaradi večine in povezanosti z menedžmentom v obvladovanju podjetja, sposobni odvzeti premoženje zunanjim delničarjem predvsem preko višjih plač in bonitet. To je pomemben faktor neto izgub sektorja gospodarstvo. Poleg tega pa zunanje delničarje zaradi različnih razlogov bistveno manj zanima rast in razvoj podjetja kot tekoč denarni donos. Zato se pri podjetjih, ki ustvarjajo čisti dobiček, praviloma izplačujejo višje dividende, kot bi bilo z vidika razvoja podjetja smiselno.<sup>15</sup>

Podobno kot pri investicijski politiki in strukturi kapitala tudi pri politiki dividend pomembno vlogo igrajo posledice odprave družbene lastnine na razmere v finančnem okolju podjetja, pa tudi na razmere v podjetju. Te razmere vodijo k politiki dividend, ki je z vidika razvoja slovenskih podjetij (če ne celo obstoja), izredno problematična. Zopet moramo rešitev iskati v zmanjšanju negativnih vplivov "privatizacije" na finančno okolje podjetja in razmere v podjetju. Verjetno je prava smer v preusmeritvi sedanjih "kratkoročnih" delničarjev v dolgoročne v povezavi s pokojninsko reformo, kar smo omenili že v prejšnji točki. Omogočanje uporabe "privatizacijskih" delnic za pokojninsko varčevanje, bi po eni strani med drugim zmanjšalo ponudbo teh delnic in omogočilo večji obseg prodaje novih delnic (izboljšalo primarni trg delnic), zmanjšalo potrošnjo in povečalo varčevanje (s posledico znižanja obrestnih mer) in tako izboljšalo sedanje finančno okolje podjetja. Po drugi strani pa bi vplivalo tudi na razmere v podjetju z zmanjšanjem pritiska po izplačevanju dividend oziroma po povečevanju stroškov dela.

Politika dividend posameznega podjetja pa ni odvisna le od faktorjev, ki so zunaj možnosti obvladovanja samega podjetja. Kot prvi dve je tudi to področje zahtevno in dobro razumevanje vseh faktorjev, ki vplivajo na politiko dividend posameznega podjetja zahteva veliko študija in potem analize podjetja. Kolikor mi je poznano, resno analizira svojo politiko dividend izredno majhno število slovenskih podjetij, čeprav bi to pričakovali, saj se po odpravi družbene lastnine politika dividend prvič oblikuje. Iz finančne teorije pa je poznano dobro utemeljeno dejstvo, da ima bistveno spreminjanje že uveljavljene politike dividend negativni vpliv na podjetje.

Slovenske razmere so zaenkrat posebne in pri analizi v posameznem podjetju bi menedžmentu še kako pomagale teoretične razlage in empirične raziskave za Slovenijo. Nekaj je bilo že narejenega, poleg omenjenega še na primer Treven (1995) in Stušek (1996), nekaj raziskav je "v delu", vendar je področje relativno široko (posamezna podjetja in dejavnosti so lahko v zelo različnih položajih) in se tudi hitro spreminja. Če se primerjamo z razvitimi državami, smo tako na tem kot tudi drugih področjih poslovnih financ z vidika pokritosti s teoretičnimi in empiričnimi raziskavami še zelo šibki, teoretični in empirični izziv pa predstavlja vrsta vprašanj, kot na primer:

- ali morajo v državah, kjer se delničarstvo šele začne (oz. je že pozabljeno, kako je bilo), podjetja drugače oblikovati politiko dividend kot v državah s 100 in več letno zgodovino delničarstva in kakšne so posebnosti Slovenije s tem v zvezi,<sup>16</sup>
- kako neodvisna je lahko politika dividend od investicijske politike in politike strukture kapitala v posameznih slovenskih podjetjih, glede na njihove značilnosti poslovanja (velikost, mednarodno poslovanje, kotacijo na borzi itd.),
- kako bi dobre investicijske možnosti podjetja (velike pričakovane pozitivne neto sedanje vrednosti investicijskih projektov), ki ustvarja dobiček, vplivale na zahteve slovenskih delničarjev po izplačilu dividend in "dividend" (višjih plač in bonitet),
- kakšni so davčni učinki izplačevanja dividend in ali so ti sploh pomembni, itd.

## **FINANČNO NAČRTOVANJE**

Finančno načrtovanje vseh vrst (dolgoročno, kratkoročno, investicijsko itd.) je dobilo v sodobnem podjetju, ki posluje v zaostrenih konkurenčnih razmerah tržnega gospodarstva, izreden pomen. Izkazalo se je, da kakovostno



finančno načrtovanje omogoča oblikovati boljše strategije poslovanja, v tem okviru postaviti dolgoročne finančne cilje poslovanja in njihovo doseganje stalno preverjati, nadalje omogoča spoznavanje prihodnjih priložnosti in nevarnosti, oblikovanje alternativnih scenarijev, navaja k uporabi instrumentov zavarovanja pred negativnimi posledicami mogočih dogodkov, omogoča oblikovanje boljše osnove za pogajanja s financerji in poslovnimi partnerji itd. Zaradi tega se je v finančno načrtovanje v praksi in teoriji v preteklih tridesetih letih izredno veliko vlagalo. Vodilno vlogo so pri tem imela podjetja iz ZDA, ki so stalno sledila logiki, da je potrebno učinke poslovnih odločitev vedno finančno kolikor je le mogoče natančno finančno ovrednotiti in se šele potem odločati. Logika predvsem kontinentalno-evropskih podjetij je bila v začetku nekoliko različna, saj so praviloma finančno ovrednotila le tiste elemente posamezne odločitve, ki so lahko in so tudi običajno ovrednoteni, ostale elemente pa so upoštevali "intuitivno". Vendar pa se razlika med "ameriško" logiko, da je potrebno vse finančno ovrednotiti in "kontinentalno-evropsko" logiko, hitro zmanjšuje v korist logike čim bolj natančnega finančnega načrtovanja. Takšna usmeritev pa je zahtevala razvoj celih področij kvantitativnih metod (matematičnih, statističnih in ekonometričnih) in finančnih modelov, metod in tehnik, s katerimi si pri finančnem načrtovanju podjetja pomagajo.

Nekdo bi lahko pričakoval, da bo področje finančnega načrtovanja v podjetjih, ki so prej poslovala v planskih ali tržno-planskih gospodarstvih, eno najmanj problematičnih področjih z vidika prilagajanja razmeram tržnega gospodarstva. V Sloveniji so imela srednje velika in velika podjetja praviloma svoje plansko-analitske službe, oddelke ali sektorje, katerih naloga je bila analiza in načrtovanje poslovanja. Kljub temu pa je sedanje stanje na področju finančnega načrtovanja slovenskih podjetij, če ga primerjamo s tistim v podjetjih iz razvitih držav, skrb zbujajoče, kar še posebej velja za dolgoročno finančno načrtovanje. Kot pri prejšnjih točkah, so tudi pri tej precej močni objektivni razlogi za takšno stanje. Razvoj finančnega načrtovanja se je v slovenskih podjetjih bolj ali manj ustavil nekje v začetku osemdesetih let, ko je z vidika uspešnosti poslovanja finančno in drugo načrtovanje izgubljalo pomen. Naraščajoča inflacija in z njo velike spremembe relativnih cen, ostali elementi vedno večje makroekonomske nestabilnosti, stalno spreminjanje predpisov, ki so bistveno spreminjali pogoje poslovanja podjetja, v začetku devetdesetih let pa še mnoge posledice osamosvojitve in bistvene spremembe v državah vzhodne Evrope, so bili nekateri pomembnejši vzroki, da je finančno načrtovanje (posebno še dolgoročno) izgubilo svoj pomen. Za slovenska podjetja je postala mnogo pomembnejša njihova hitra prilagodljivost vedno novim razmeram (tudi na primer takšna kot, kako hitro so uspela pridobiti dovoljenje za povišanje cen), kot pa premišljeno dolgoročno finančno načrtovanje. Zato so podjetja počasi opuščala vsebinsko poglobljeno finančno načrtovanje, najprej dolgoročno in investicijsko, vedno bolj pa tudi kratkoročno. Načrti so bili narejeni na hitro in "po občutku", s tem pa v danih negotovih razmerah praviloma ni bilo nič narobe, saj zaradi tolikšnega števila popolnih neznank še tako poglobljeno načrtovanje največkrat ni moglo dati bistveno boljših rezultatov. Finančno načrtovanje se je bolj ali manj skrčilo na sprotno načrtovanje denarnih tokov, pa še to je bilo zelo težko zaradi prevladujoče plačilne nesposobnosti.

Vendar pa so se razmere za finančno načrtovanje v slovenskih podjetjih posebno v zadnjih par letih bistveno spremenile. Večja makroekonomska stabilnost in bolj ali manj končano lastninsko preoblikovanje, sta samo dve od vrste sprememb, ki zopet dvigujejo možnosti kakovostnega finančnega načrtovanja. Po drugi strani zaostrovanje konkurence slovenskim podjetjem z liberalizacijo zunanje trgovine in (delno) tujih naložb, bistveno povečuje potrebe po tem načrtovanju. Zaostanek na področju kratkoročnega finančnega načrtovanja je velik, vendar je še bistveno bolj pereč na področju investicijskega in celovitega dolgoročnega načrtovanja. Velika škoda je, da so podjetja v veliki večini zamudila priložnost za izgradnjo celovitega in stalnega dolgoročnega načrtovanja, ko so ocenjevalci vrednosti za potrebe lastninskega preoblikovanja morali izdelati za vsa ocenjena podjetja dolgoročne finančne načrte poslovanja. Skoraj pri vseh se je namreč izkazalo, da takšnih načrtov podjetja nimajo. Namesto, da bi podjetja poleg ocenitve vrednosti od ocenjevalcev pridobila še dolgoročne finančne načrte izdelane v preglednicah ustreznih računalniških programov skupaj z viri informacij o narodnogospodarskih in panožnih gibanjih v tujini in doma, so se zadovoljila s pisnim poročilom o ocenitvi, vsi težko zbrani podatki in izdelani modeli pa so bolj ali manj ostali neuporabljeni. Podjetja bi lahko te modele enostavno dograjevala in tekoče načrtovala ter preizkušala učinke posameznih odločitev in podobno, za prihodnjih pet ali več let. Vendar je bil praviloma interes menedžmenta podjetij zelo kratkoročen in usmerjen v lastninsko preoblikovanje. V podjetjih, kjer so dolgoročno finančno načrtovanje kasneje uvedla, je bilo potrebno delo opraviti še enkrat in veliko vprašanje je, če je bilo opravljeno tako kakovostno, kot bi lahko bilo skupaj z zato usposobljenimi ocenjevalci vrednosti. Veliko podjetij pa to delo še čaka, saj resnega dolgoročnega finančnega načrtovanja sploh še niso uvedla.

Finančno načrtovanje "po občutku" je v slovenskih podjetjih tako še vedno prevladujoče, uporabljeno je zelo

malo relevantnih virov informacij (npr. večina ne uporablja največje svetovne baze tržnih in drugih raziskav) in seveda uporabe kakšnih sodobnih kvantitativnih metod in različnih simulacij ne zasledimo. Za uvedbo kakovostnega finančnega načrtovanja je najprej potrebno poglobljeno znanje analitičnih metod in podrobno poznavanje poslovanja podjetja in njegove strategije, konkurence, panoge, itd., nato pa trdo in dolgotrajno delo, da se doseže dovolj velika hitrost in zanesljivost pri uporabi. Gre pravzaprav za dolgoročno naložbo v znanje, da bi tudi v tem pogledu slovensko podjetje doseglo raven širše pojmovanega tehnološkega razvoja konkurence iz razvitih držav. Sposobnost hitrega prilagajanja spremembam, ki so jo slovenska podjetja razvila v preteklosti je izredno pomembna prednost, vendar so možnosti izkoriščanja te prednosti v zaprtem gospodarstvu bistveno večje kot bodo v odprtem gospodarstvu EU. Izdelana strategija razvoja podjetja, ki temelji na preverjanju s pomočjo kakovostnega finančnega načrtovanja, je predpogoj za uspeh. Le peščica slovenskih podjetij pri izdelavi svoje strategije razvoja in pri bistvenih poslovnih odločitvah, uporablja tudi najnovejše metode finančnega načrtovanja, katerega cilj je maksimiranje vrednosti premoženja lastnikov. Pri tem nekatera uporabljajo tako imenovan "pentagonalni model" in nekateri rezultati, ki jih lahko pripišemo tudi dosledni uporabi tega modela, so spodbudni.<sup>17</sup>

Razumljivo je, da v sedanjih razmerah sodobnih kvantitativnih metod praviloma še ne najdemo v finančnem načrtovanju slovenskih podjetij, saj je potrebno najprej izgraditi kakovostne okvire načrtovanja in šele temu lahko sledijo izboljšave v kakovosti napovedovanja, ki jih uporaba teh metod prinese. Seveda pa uporaba teh metod zahteva čisto drugačno znanje, kot je sicer prisotno v večini slovenskih podjetij. Poskus pregleda teh metod in prenosa njihove uporabe na finančno načrtovanje slovenskega podjetja, lahko preberemo v Vidovič (1995).

Za kratkoročno (npr. mesečno) finančno načrtovanje slovenskih podjetij velja večino tega, kar smo navedli za dolgoročno, čeprav večje število podjetij bolj podrobno načrtuje. To je prinesel razvoj v zadnjih letih predvsem zato, ker finančne institucije vedno bolj strogo postavljajo kot pogoj za kratkoročno kreditiranje tudi predložitev kratkoročnih finančnih načrtov podjetja. Možnosti za izboljšanje tega načrtovanja pa je veliko, kot sledi iz Žiberna (1997).

Poseben izziv za dolgoročno in tudi kratkoročno finančno načrtovanje tako na teoretični kot praktični ravni pa predstavlja vključevanje v EU. Predvsem z vidika dolgoročnega finančnega načrtovanja je to dodatna negotovost, ki jo prinaša prihodnost, in ki bo pomenila bistvene spremembe v pogojih poslovanja podjetij. Vendar so za razliko od negotovosti v preteklosti te negotovosti manjše. Najprej ima Slovenija določen prilagoditveni rok, tako da spremembe ne bodo "čez noč", poleg tega pa obstaja vrsta možnosti napovedovanja na podlagi izkušenj držav, ki so se pred nami vključile v EU. To je seveda resen izziv, saj le kakovostno dolgoročno finančno načrtovanje prilagajanja vsakega slovenskega podjetja in dosledno izvajanje načrtov, lahko prinese večje skupne koristi od stroškov vključevanja. Le malo možnosti pa imajo podjetja z uporabo "ad hoc" prilagajanja, saj je potrebno doseči raven znanja "zahodnih" podjetij, kar zahteva čas in precejšnje naložbe.

## **POLITIKA OBRATNEGA KAPITALA**

Pojem politika obratnega kapitala se običajno uporablja za politiko kratkoročnega realnega in finančnega investiranja (oblikovanja kratkoročnih sredstev) in politiko financiranja teh kratkoročnih naložb. Tako so običajno najpomembnejša vprašanja v zvezi s kratkoročnimi sredstvi, koliko in kakšno strukturo denarnih sredstev, kratkoročnih finančnih naložb, terjatev do kupcev in zalog naj ima podjetje in koliko in s kakšnimi dolgoročnimi in kratkoročnimi (predvsem dobavitelji, kratkoročni krediti, komercialni zapisi) viri naj kratkoročne naložbe financira. Tako kot za ostale elemente poslovnih financ tudi za politiko obratnega kapitala v slovenskih podjetjih velja, da jo bremeni nejasen oziroma neustrezen cilj poslovanja podjetja, nestabilne in v določenih elementih posebne (kot posledica prejšnjega ekonomskega sistema) razmere v finančnem okolju podjetja in slabosti v samih podjetjih, zaradi praviloma slabo razvitih metod analize in odločanja kot posledica pomanjkanja znanja in spodbud za uporabo znanja, kadar to obstoja. Povedanega ne bom ponavljal še z vidika politike obratnega kapitala, ker so razlaga in sklepi podobni. Hkrati je to področje preširoko za podrobnejšo obravnavo v okviru tega prispevka, zato nekoliko bolj podrobno prikažem dva, oziroma posredno tri pomembne oziroma problematične elemente politike obratnega kapitala v slovenskih podjetjih.

Uravnavanje obsega in strukture terjatev do kupcev je pri večini dejavnosti eden od izredno pomembnih instrumentov za uravnavanje obsega prodaje podjetja. In s tega vidika slovenska podjetja tudi največkrat upravljajo terjatve do kupcev, čeprav je kar nekaj podjetij po izredno slabih izkušnjah z "blokada" Srbije in vzhodnimi trgi, uved-

lo plačane terjatve do kupcev kot merilo uspeha. Vendar pa mi skoraj ni poznano slovensko podjetje, ki bi uporabljalo sodobne modele upravljanja s terjatvami, ki upoštevajo vse finančne stroške povezane s terjatvami do kupcev (npr. stroške financiranja, slabih kreditov, popustov), vse učinke na poslovni rezultat in na tveganje poslovanja. Enako velja za odločitve v okviru kreditne politike podjetja, kateremu kupcu odobriti odlog plačila (dati kredit) in kakšne popuste odobriti za hitro (včasih narobe imenovano gotovinsko) plačilo. Kreditna analiza (analiza komu dati kredit) je v zadnjih tridesetih letih doživela izreden razvoj v razvitih državah tako z metodološkega kot z informacijskega vidika. Mnogo teh spoznanj bi lahko uporabila tudi slovenska podjetja. Tista z zelo velikim številom kupcev bi lahko uporabljala tudi statistične tehnike, ki jih pri izboru kupca kreditojemalca uporabljajo na primer skoraj vse trgovske mreže po svetu. Kar nekaj je bilo narejenega tudi za Slovenijo z vidika bančnega kreditiranja podjetij (npr. multivariatna diskriminantna analiza) in nekaj raziskav je v teku, vendar je logika za komercialno kreditiranje enaka.<sup>18</sup> Tudi druge metode kreditne analize se hitro prilagajajo in razvijajo tudi za slovenske razmere, kjer pa je najpomembnejši problem ustrezna informacijska osnova. V razvitih državah so običajne institucije, ki zbirajo podatke o najemanju in odplačevanju kreditov podjetij in posameznikov (tako imenovan "credit record") in do teh podatkov potencialni kreditodajalci lahko pridejo za majhno plačilo. Slovenske banke takšen informacijski sistem vzpostavljajo, vendar bi moral biti širši in dostopen tudi za druge. Pri sedanjih pogojih komercialnega kreditiranja slovenskih podjetij pa je včasih kar neverjetno, kakšne popuste so pripravljena slovenska podjetja (še posebej mala) ponuditi za hitro plačilo. Medtem ko je v razvitih državah nekako običajna okoli 18% letna obrestna mera za kreditiranje po dnevu, ko popust za hitro plačilo ne velja več, je skrajni meni poznan primer slovenskega podjetja kar 406% proporcionalno izračunana letna obrestna mera (10% popust za plačilo v 5-tih dneh, rok plačila 15 dni). Ni težko ugotoviti, da je verjetno najpomembnejši razlog za te popuste splošna finančna nedisciplin, vendar je po mojem mnenju še vrsta faktorjev, ki pojasnjujejo takšne pogoje komercialnega kreditiranja in med njimi so najverjetneje tudi takšni, ki niso povsem racionalni z vidika uspešnosti poslovanja.<sup>19</sup> Ob zaostreni plačilni sposobnosti večine slovenskih podjetij, ki smo ji priča že kar nekaj časa, je izredno pomembno tudi stalno spremljanje obsega in strukture terjatev do kupcev. Zanimivo je, da skoraj ni slovenskega podjetja, ki bi uporabljalo edino izmed treh najbolj znanih metod spremljanja in analiziranja gibanja terjatev do kupcev, ki daje ustrezno informacijo ne glede na sezonske vplive.<sup>20</sup>

Problematiko financiranja kratkoročnih naložb povprečnega slovenskega podjetja sem v prispevkih obravnaval že nekajkrat (npr. Mramor, 1994 in 1995a) in ugotovitve, da se premajhen delež teh naložb financira iz dolgoročnih virov, še vedno veljajo. Veljajo tudi posledice v obliki zmanjšane plačilne sposobnosti povprečnega slovenskega podjetja in večina vzrokov, ki se nanašajo na omejen obseg in ceno dolgoročnih kreditov, ki jih podjetja lahko pridobijo. Vendar pa se možnosti in racionalnost dolgoročnega financiranja kratkoročnih (in drugih) naložb podjetij spreminja tako pri finančnih institucijah, kot tudi na trgu kapitala. Obseg dolgoročnega varčevanja pri finančnih institucijah počasi narašča in s tem možnosti odobravanja dolgoročnejših kreditov. Določen problem lahko za podjetja predstavljajo obrestne mere, ki so sicer v preteklih letih pomembno padle, vendar takšen trend lahko pričakujemo tudi v prihodnosti do vključitve v EU. Najetje dolgoročnega kredita po fiksni realni obrestni meri ob pričakovanem padanju obrestnih mer pa je lahko za podjetje problematično. Vendar zaenkrat slovenske poslovne banke praviloma dovoljujejo kreditojemalcem predčasno vračilo brez plačila "kazenskega" nadomestila za takšno vračilo in to zmanjšuje tveganje dražjega financiranja od možnega. Ta problematika pa je še mnogo širša in proučitev vrste drugih faktorjev (donosnost podjetij v primerjavi s stroški dolgoročnega financiranja, pravna zaščita upnikov in s tem povezani stroški dolžnikov pri neporavnavanju obveznosti, vzrokov za neuporabo trga kapitala za dolgoročno dolžniško financiranje in drugi), ki vplivajo na sedanje neustrezno financiranje kratkoročnih naložb, bi bila dobrodošla tako z vidika boljšega finančnega upravljanja podjetij, izboljšanja bančnega kreditiranja in morebitnih potreb po spremembi zakonodaje.

## L I T E R A T U R A :

1. Barclay, M.J., Smith, C.W. & Watts, R.L., "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies", *Journal of Applied Corporate Finance*, 4/1995, vol.7, str. 4-19.
2. Brealey, R.A. and Myers, S.C., *Principles of Corporate Finance* (5<sup>th</sup> ed.). McGraw-Hill, New York, 1996.
3. Brigham, E.F. & Gapenski, L.C., *Intermediate Financial Management* (5<sup>th</sup> ed.). Dryden Press, New York, 1996.

4. Copeland, T. et al., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (2<sup>nd</sup> ed.). John Wiley, New York, 1996.
5. Deželan, S., "Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije", (magistrsko delo) EF, Ljubljana, 1996, 104 str.
6. Garrod, N., "Markets, Regulation, Ownership and Corporate Governance: The Case of Emerging Economies (Slovenia)", Zbornik (povzetki člankov) konference ob 50 letnici EF, EF, Ljubljana, 1996, str. 144-149.
7. Joksimovič, B., "Optimalna struktura kapitala slovenskega podjetja", (magistrsko delo) EF, Ljubljana, 1996, 106 str.
8. Kuhelj Krajnović E., "Analiza dejavnikov optimalne strukture kapitala podjetja", (magistrsko delo) EF, Ljubljana, 1996, 107 str.
9. Kuhelj Krajnović E., "Dejavniki optimalne strukture kapitala podjetja v Sloveniji", Delovni zvezki RCEF, št. 8, 1996a, 21 str.
10. Mlinar, F., "Financial Strategy of Slovene Enterprise: A Study of Alpina Žiri Shoe Factory", (magistrsko delo) EF, Ljubljana, 1993, 142 str.
11. McGoun, E.G., "Dividends and Society", Slovenska ekonomska revija (sprejeto v objavo), 1998.
12. Medved, R., "Vrednost podjetja kot osnova za njegovo prestrukturiranje in razvoj", (magistrsko delo) EF, Ljubljana, 1996, 96 str.
13. Mramor, D., "Nekateri elementi optimalne strukture kapitala podjetij v Sloveniji", Zbornik XXVI. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah, Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1994, str. 233-240.
14. Mramor, D., "Primarni trg kapitala v Sloveniji", Bančni vestnik, junij 1995, str. 3-4.
15. Mramor, D., "Financiranje podjetij po odpravi družbene lastnine". Zbornik XXVII. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah, Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1995a, str. 245-254.
16. Mramor, D., "Politika dividend v svetu in Sloveniji", Slovenska ekonomska revija, junij, 1996, 47, str. 191-202.
17. Mramor, D., "Potrebe in možnosti financiranja slovenskih podjetij", v Borak, N., Korporacijsko prestrukturiranje. Zbornik – 6. letno srečanje ZES, ZES, Ljubljana, 1998, str. 66-74
18. Mramor, D. in Mramor-Kosta, N., "Accounting Ratios as Factors of the Rate of Return on Equity", in: C. Zopounidis (ed.), *New Operational Approaches to Financial Modelling*, Physica-Verlag, Heidelberg, 1997, pp. 335-348.
19. Prusnik, M., "Finančna analiza in napovedovanje uspešnosti slovenskih podjetij", (magistrsko delo) EF, 1997, 96 str.
20. Ribnikar, I., "O reformi pokojninskega in invalidskega zavarovanja (komentar in kritika Bele knjige)" in dodatek "Pokojninska reforma (nastanek drugega stebra)", RCEF, Ljubljana, 1998, 14 str. in 3 str.
21. Shleifer, A. Š Vishny, R.W., "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, June 1997, str. 737-783.
22. Stušek, A., "Politika dividend slovenskega podjetja", (magistrsko delo) EF, Ljubljana, 1996, 99 str.
23. Treven, M., "Politika dividend v slovenskih podjetjih", (diplomsko delo) EF, Ljubljana, 1995.
24. Vidovič, M., "Finančno načrtovanje v podjetju", (magistrsko delo) EF, Ljubljana, 1995, 113 str.
25. Žiberna, M., "Kratkoročno finančno načrtovanje v podjetju Krka, tovarna zdravil, d.d., Novo mesto", (specialistično delo) EF, Ljubljana, 1997, 81 str.

## P O V Z E T E K :

### **FINANČNO UPRAVLJANJE KOT FAKTOR KAKOVOSTI POSLOVANJA SLOVENSKEGA PODJETJA**

**V**tem sestavku prikazujem kako velik je razmak med kakovostnim finančnim upravljanjem podjetij v razvitih državah in slovenskimi podjetji, od kod ta razmak izvira, kaj bi bilo potrebno narediti, da se

*zmanjša in kako vpliva na mednarodno konkurenčno sposobnost slovenskih podjetij. Osredotočam se na cilj poslovanja podjetja, njegovo investicijsko politiko, politiko strukture kapitala in dividend, finančno načrtovanje in politiko obratnega kapitala. Prikazana je splošna slika sedanjega stanja na teh področjih v svetu in pri nas in narejen poskus razlage vzrokov slovenskih posebnosti. Splošen sklep prispevka je, da čeprav leži precejšen del vzrokov za manjšo vlogo in uspešnost financ v slovenskih podjetjih, kot je v podjetjih razvitih držav, v neustreznem finančnem okolju slovenskih podjetij (nedokončan prehod v tržni ekonomski sistem), pa je pomanjkanje naložb v finančno znanje (v podjetjih in zunaj njih) in neuporabljanje znanja, kjer le to že obstaja, vedno bolj pomemben in zaskrbljujoč vzrok.*

*Ključne besede: kakovost, finančno upravljanje, podjetja, praksa, Slovenija*

A B S T R A C T :

## **FINANCIAL MANAGEMENT AS A FACTOR OF QUALITY MANAGEMENT IN SLOVENIAN COMPANIES**

**I**n this paper the gap between financial management in Slovene and Western companies is presented and analyzed. The reasons for the gap, needed actions and its influence on international competitiveness of Slovene companies are identified. It focuses on the following fields of financial management: the goal of the firm, capital budgeting, capital structure, dividend policy, financial planning and working capital policy. The general comparison of the present status in this fields in the world and Slovenia is presented. The general conclusion of this paper is that the role and the success of financial management in Slovenian companies is much smaller than the one in companies operating in developed economies. And, although an important reason is unfavorable economic environment (process of transition), it is more important and worrying, that in the companies (and outside of them) the investment in knowledge of financial management is too small and that the contemporary knowledge is quite often not used even where it exists.

*Key words: Quality, Financial Management, Companies, Practice, Slovenia*

O P O M B E :

1. Referat se naslanja na analizo v referatu "Sedanji izzivi za slovensko teorijo in prakso na področju poslovnih financ", objavljenem v zborniku 30. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu in financah in reviziji, 1998.
2. Kjer je le mogoče, trditve podprem s pisnimi viri, precej spoznanj pa temelji na mojih izkušnjah kreditnega referenta v poznih 70-tih letih, raziskavah in svetovalnih delih za Svetovno banko, ministrstvo za raziskave in razvoj in druge v 80-tih letih, v 90-tih letih pa vrste vrednotenj podjetij, svetovalnih nalog in predavanj vodilnim menedžerjem, seminarskih, diplomskih in magistrskih nalogah mojih študentov ter na delnih spoznanjih iz predvsem empiričnih raziskav, ki so še v teku.
3. Lep pregledni članek o literaturi s področja obvladovanja podjetij ("corporate governance") sta napisala Shleifer & Vishny (1997).

4. Dileme in nekatere možne rešitve problema obvladovanja slovenskega podjetja najdemo v Garrod (1996).
5. V literaturi iz anglo-saškega področja običajno označujejo to funkcijo z 'zakladništvo' (treasury). Glej npr. Brealey and Myers (1996, str. 7).
6. Pojem kontroling se za to koordinativno funkcijo večkrat uporablja tako v anglo-saški kot tudi germanski literaturi, vendar ima lahko vsaj v določenem delu drugačen pomen. V germanski literaturi je običajno pomen pojma kontroling nekoliko širši, bližje anglo-saškemu pojmovanju kontrolinga je v germanski literaturi ožje opredeljen pojem "finančni kontroling".
7. Pojem strošek kapitala se uporablja za delež (običajno letnih) stroškov določene oblike dolgoročnega financiranja v skupni vsoti tega financiranja. Lepo razlago NOPLAT: WACC logike je mogoče najti npr. v Brigham in Gapenski (1996, str. 278).
8. Pri tem predpostavljamo, da finančniki ustrezno ocenjujejo stroške lastniškega kapitala (ne menijo, da je lastniški kapital zastonj), kar v Sloveniji velikokrat ni tako.
9. Določen poskus reševanja te problematike je mogoče najti v Mramor in Mramor-Kosta (1997), delno teoretično rešitev, ki bo praktično uporabna, pa pripravljam skupaj z Neil Garrod-om.
10. Ne presenečajo tudi burni odzivi nekaterih menedžerjev v reviji Manager (v letu 1997) na mojo oceno potrebne letne donosnosti povprečno tvegane lastniškega kapitala podjetja (od 12-14%). Zatrjevali so, da je okoli 6% donosnost popolnoma zadovoljiva.
11. Celovitejša primera takšnih analiz sta Kuhelj Krajnović (1996) in Joksimovič (1996), poskus opredelitve dejavnikov, ki vplivajo na strukturo kapitala slovenskih podjetij, pa najdemo v Kuhelj Krajnović (1996a).
12. Poleg omenjenih še npr. Mramor (1994 in 1995a).
13. Ta teorija je zelo obsežna, njen povzetek pa je moč najti v Mramor (1996).
14. Oceno potrebnih neto investicij slovenskih podjetij v prihodnjih letih sem prikazal v Mramor (1998).
15. Širšo razlago teh procesov, z dodatnimi razlagami vpliva notranjih odkupov, odkupov lastnih delnic in drugih faktorjev povezanih s politiko dividend slovenskih podjetij, je moč najti v Mramor (1996).
16. Zanimivo razmišljanje o tem vprašanju je mogoče najti v McGoun (1998).
17. Gre za model, ki so ga v okviru svetovalne hiše McKinsey razvili Copeland, Collier & Murrin (1996), prvi pa ga je za finančno preverjanje strategije poslovanja in finančnih odločitev in izdelavo dolgoročnega finančnega načrta za slovensko podjetje uporabil Medved (1996). Mnenje vodstva podjetja je, da je uporaba modela pomembno pripomogla k izboljšanju poslovanja.
18. Glej na primer Prusnik (1997).
19. Ti kreditni pogoji pa so za podjetja pomembni tudi z vidika financiranja s strani dobaviteljev, zato je obravnavanje tega elementa terjatev do kupcev posredno tudi obravnavanje dela vprašanj obveznosti do dobaviteljev.
20. Gre za metodo vzorca plačil ("Payments Pattern Approach"), ki je razložena na primer v Brigham & Gapenski (1996, str. 795-798).