

# Racionalnost managerskih odkupov z vidika vedenjske ekonomije

GREGOR ŽVIPELJ

*Ilirika DZU, Slovenija*

Teorija vedenjske ekonomije proučuje obnašanje subjektov na trgih, zato da bi lahko bolje spoznali, razložili in napovedali delovanje tega fenomena. Razlaga psihologije vedenja se je razvila zato, da bi bolje razumeli vpliv čustev ter najpogostejših kognitivnih napak pri odločanju posameznika. Za razumevanje vedenja subjektov izkoriščamo psihološke in sociološke vidike, ki jih je moč razložiti s kvalitativno študijo primera. V našem primeru bomo analizirali racionalnost vedenja managementa z vidika vedenjske ekonomije na osnovi pluralne študije primera. Ugotovili smo, da so neekonomski dejavniki, kot so pretirana samozavest, aroganca, pohlep in optimizem, bistveno vplivali na odločitev managementa za odkup deleža v podjetju.

*Gljučne besede:* vedenjske finance, managerski odkup, behaviorizem, psihologija množic, optimizem, pohlep

## Uvod

Namen prispevka je opozoriti na možne razlage vedenja managerjev pri odločanju za odkup deleža podjetja. Neoklasična teorija zagovarja stališče, da prevzemi pomenijo ustvarjanje nove vrednosti, in managerji se jih lotevajo zato, da bi kar najbolj povečali premoženje delničarjev. Managerske teorije trdijo, da management ravna najprej v skladu z lastnimi interesi, šele nato v skladu z interesi lastnikov, zato je poskus prevzema le odraz težnje managementa po izgradnji imperija, po bogastvu, ugledu in varnosti (Franks Harris 1989, 226). Managerski odkup z zadolžitvijo (MBO – Management Buyout, angl.) predstavlja eno izmed možnosti za konsolidacijo in koncentracijo lastniške strukture s strani managementa. Prevzem z vzvodom je transakcija, ki omogoča prevzem podjetja brez večjega deleža lastniškega kapitala (LBO – Leveraged Buyout, angl.). Izraz LBO uporabljamo bolj splošno, saj poudarja predvsem način financiranja prevzema z zelo visokim povečanjem zadolžitve oziroma finančnega vzvoda (Bešter 1995, 38). Finančni vzvod pomeni delež, ki ga v strukturi kapitala predstavljajo prednostne delnice in dolgoročni dolg podjetja oziroma razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom podjetja (Downes in Goodman 1991, 229). To za ceno višjih potencialnih donosov prinaša za lastnika in za podjetje tudi višje tveganje, da bo prišlo do

neuspeha. Larrsonova in Wallenbergova (2002, 24) delita motive na eksplicitne in implicitne.

Med eksplicitne sodijo motivi, ki so jih managerji navedli v anketah; to so sinergije, strategija diverzifikacije, stagnacije ali internacionalizacije. Implicitni motivi pa predstavljajo razloge, ki v anketah niso navedeni, jih je pa vseeno moč slutiti. Roll (1986, 197) omenja Hubrisovo hipotezo kot razlago za tiste prevzeme podjetij, pri katerih je cena za prevzeto podjetje preplačana. Hubrisova hipoteza se nanaša na zavestna managerjeva ravnanja, ki delujejo proti interesom drugih delničarjev. Nekatere študije opozarjajo na pozitivno dodano vrednost pri podjetniških prevzemih (Jensen in Ruback 1983, 5). Kaplan (1989) je analiziral 76 največjih managerskih odkupov v ZDA med letoma 1980 in 1986 ter ugotovil, da je ciljno podjetje tri leta po prevzemu v povprečju znatno povečalo prihodke in neto denarni tok, obenem pa je tudi razkril statistično pomembno znižanje ravni investicij. Heaton (2002, 33) je razvil teorijo korporativnih finančnih odločitev, ki jih vodi optimizem. Njegovo delo temelji na študiji psihologa Neila Weinsteina (1980), ki je razkril izrazit prekomerni optimizem pri posameznikih. Pretirana samozavest je pomemben razlog za odločitve managementa, ki trpi za iluzijo kontrole in verjame, da situacijo nadzira bolje, kot jo v resnici. Heaton ugotavlja, da je optimizem najbolj značilen za visoko inteligentne posameznike in za tiste, ki imajo opraviti s kariernimi cilji.

Iracionalno in neekonomsko vedenje bomo skušali potrditi s primeri iz domače prakse. Za proučevanje smo izbrali vedenje managementa treh slovenskih podjetij, v katerih se je vodstvo odločilo za odkup deleža podjetja ob uporabi visokega deleža dolga v kapitalu. Danes so ta podjetja zaradi škodnih ravnanj managementa v likvidnostnih težavah, predmet sanacijskih programov ali na robu preživetja. Napak je bilo gotovo več vrst, sami pa se bomo osredotočili na tiste, ki kažejo na pretirano prepričanost vase, samozavest, aroganco, moralni hazard in pohlep. Poskušali bomo zavzeti stališče do vprašanj, ki se nanašajo na napake v ravnanju managementa, in raziskati razloge za tovrstno vedenje managementa. Izhajali bomo iz novih teoretičnih ekonomskih spoznanj ter izpostavili razvoj vedenjske ekonomije (Behavioral Economy, angl.), ki je gradila iz napak preteklosti. S pomočjo primera iz vedenjske ekonomije bomo skušali pokazati, kaj je bil razlog za odločitve, ki so imele izrazito negativne posledice na poslovanje podjetij.

### **Vedenjska ekonomija**

Ekonomisti uporabljajo koncept »homo economicusa«, s katerim želijo razložiti sebično vedenje posameznikov in njihovo mogočno

zmožnost preračunavanja v podporo lastnim interesom. Gre za racionalne, koristoljubne maksimizatorje dobička, kar zagovarja hipoteza učinkovitih trgov. Ta trdi, da so agenti, katerih namen je kar najbolj povečati koristi (doseči učinek s čim manjšimi stroški, sredstvi, delom), pri svojih odločitvah racionalni, ko si prizadevajo doseči ta cilj. V zadnjem obdobju pa se je pojavila vrsta dokumentov in raziskav, ki dokazujejo, da vedenje posameznikov v praksi odstopa od predvidevanj teorije racionalne izbire. Teorija izgledov, katere utemeljitelja sta Kahneman in Tversky (1979, 171), analizira odločanje ljudi v razmerah negotovosti in se pomembno razlikuje od tradicionalne teorije maksimizacije pričakovane koristnosti. Kahneman in Tversky sta pri proučevanju vedenja ljudi ugotovila, da se posamezniki v številnih okoliščinah ne vedejo optimalno ali racionalno. Razvijajoča se disciplina vedenjskih financ si pri razumevanju ekonomskih odločitev posameznikov pomaga z upoštevanjem emocionalnih in kognitivnih dejavnikov. Pri kognitivnih dejavnikih mislimo na proučevanje vseh zavednih in nezavednih možganskih procesov, ki procesirajo, obdelujejo, shranjujejo in posredujejo informacije. Vedenjska ekonomija pravi, da trgi niso racionalni, temveč jih ženeta strah in pohlep posameznikov. Vedenjska ekonomija pri proučevanju modelov obnašanja upošteva dognanja psihologije. Vedenjska ekonomija obravnava področja, ki se navezujejo na idejo omejene racionalnosti (Bounded Rationality, angl.). Ta zagovarja tezo, da je vsak odločitveni proces pri posamezniku omejen z informacijami, ki jih ima posameznik v določenem trenutku na voljo, v skladu s kognitivnimi omejitvami v možganih in omejenim obsegom časa za odločanje o posameznem primeru. Kot izpostavlja Simon (1997, 292), so posamezniki samo delno racionalni, saj moramo pri njihovem delovanju upoštevati tudi njihovo čustveno oziroma iracionalno plat. Posameznik, ki sprejema odločitev, sicer poskuša biti racionalen, vendar v omejenih okvirih, s katerimi razpolaga (omejene informacije, omejen čas in sredstva za iskanje alternativ in njihovo ocenjevanje, omejene kognitivne sposobnosti). To pomeni, da posameznik ne bo proučil vseh možnih odločitev po vseh možnih kriterijih, temveč se bo omejil na očitne alternative, ki jih bo znova ocenjeval z omejenim številom kriterijev. Kognitivne napake so posledica informacijskega procesa pri opravljanju določenih miselnih bližnjic v naših možganih in poenostavitve. Mednje sodijo tudi napake statistične ocene in spomina. Tudi Keynes (1936, 156) je izpostavil dejavnike, ki niso racionalne narave in nanje racionalni motivi ne vplivajo. Prepričan je bil, da je večina ekonomskih dejavnosti racionalno ekonomsko motiviranih, vendar tudi, da je mnogo ekonomskih dejavnosti moč povezati z drugimi, iracionalnimi vplivi. Kot trdita Dajčman in

Romih (2006, 100), ekonomski subjekti pri sprejemanju odločitev v negotovih razmerah ne poznajo statistične porazdelitve verjetnosti dogodkov, zato svoje ekonomske odločitve oblikujejo pod vplivom pričakovanj in »Animal Spirits«. Ko posameznikov um oblikuje svoj pogled na svet, vsak življenjski dogodek obravnava preko situacij, ki potrjujejo njegov prav. Paradoksalno je, da se posameznik počuti tem bolj upravičenega v svojih pogledih, čim več informacij ima na voljo. Posameznik ima rad zgodbe, dela povzetke in poenostavlja, zato da bi zmanjšal pomen dogodka. Prav tako dela napako, ki je povezana z nagnjenostjo do čezmerne interpretacije in že oblikovanih zgodb in ne h goli resnici. Človeški um dela tri kognitivne napake oziroma oblikuje trojno nepozornost, kar zadeva zgodovino. Gre za:

- iluzijo razumevanja, saj vsak posameznik misli, da razume svet okoli sebe (vendar je ta mnogo bolj kompleksen in naključen);
- retroaktiven obrat, zaradi katerega posameznik vedno ocenjuje stvari šele potem, ko se zgodijo, kot bi jih gledal v vzvratnem ogledalu (zgodovina se zdi jasnejša in bolj urejena v zgodovinskih knjigah, kot je v empirični realnosti);
- visoko ocenjevanje vrednosti dejanskih informacij in podcenjevanje avtoritativnih in učenih ljudi, posebej ko gre za kategoriziranje (Taleb 2007, 8).

Slovenija je primeren poligon za analiziranje vedenja subjektov s pomočjo vedenjske ekonomije. Razlogov za to je več. Okolje, ki ga poznamo danes in v katerem živimo, je za nas razmeroma novo, staro ne več kot dvajset let. Razvoj domačega demokratičnega političnega in ekonomskega okolja je v primerjavi z drugimi razvitimi državami, s katerimi tekmuje na mednarodnih trgih, izjemno kratek. Zaradi načina privatizacije v Sloveniji nimamo primarno akumuliranega kapitala. Managerski prevzemi še vedno sodijo v kategorijo oblikovanja dokončne lastniške strukture v okviru procesa lastninskega preoblikovanja. Cilj prevzemov je vsaj srednjeročno, če ne dolgoročno, lastniško obvladovanje podjetja. Prevzemi potekajo preko zapletene in največkrat nepregledne vrste pripravljalnih dejavnosti za koncentriranje paketov delnic, ki poteka preko bank, borzno-posredniških hiš ali prevzemniku prijaznih podjetij. Največji vsebinski očitek slovenskemu procesu privatizacije gre najmanj obravnavanemu, po svojem obsegu pa daleč največjemu valu »managerskih prevzemov«, med katerim so managerji (in lastniki) družb za upravljanje po tekočem traku prevzemali pooblaščne investicijske družbe oziroma iz njih preoblikovane holdinge (Peklar 2007, 1–2). Vpliv politike preko paradržavnih podjetij, ki še vedno ostajajo pomemben lastnik večine

največjih podjetij in tudi bank v Sloveniji, je zelo močan. Od razvoja dogodkov na trgih kapitala, ki ga je v istem obdobju doživljal razviti svet, nas loči tako imenovana druga faza privatizacije, v kateri je prišlo v letih po 2002 do menjave generacij v managementu pomembnih slovenskih podjetij.

Proučevanje vedenja odgovornih subjektov v podjetjih, obravnavanih z vidika vedenjske ekonomije, kaže zanimivo perspektivo delovanja slovenskega gospodarstva. Kaj so bili razlogi za tako vedenje managementa v obravnavanih podjetjih, ki se je v ključnih trenutkih izkazalo kot napačno? Razloge je treba poiskati s pomočjo razumevanja družbenih procesov, ki so se odvijali od osamosvojitve dalje. Družbena stvarnost je posledica dejavnosti ljudi in ne objektivna danost (Easterby-Smith, Thorpe in Lowe 2004). Manager je svojo odločitev utemeljil predvsem na podlagi neekonomskih dejavnikov in iracionalnih odločitev, saj je pričakoval, da bodo takšne ugodne razmere trajale še leta. Osnovni model tržne ekonomije bi dogodke, kot sta finančna in ekonomska kriza, razložil bolj prepričljivo, če ne bi zanemaril neekonomskih motivov. Z vprašanji, povezanimi z vračanjem dolga in njegovim vplivom na poslovanje matičnega podjetja, se managerji v tej fazi niso ukvarjali, pa tudi s kolizijo interesov, ko se morajo odločati med koristmi za podjetje in lastnimi interesi, ne. Narava managerskega prevzema je v poziciji kupca kot managerja podjetja in v praktičnih posledicah, ki iz tega sledijo. V tem primeru skrbni pregled ni potreben, saj ima kupec vse potrebne informacije o poslovanju podjetja in izgledeh za prihodnost.

Moralni hazard nastane, ko se posameznik ali podjetje ne zaveda vseh posledic in svoje odgovornosti do posledic v trenutku odločanja, pri čemer ravna manj previdno, kot bi sicer. Druga stran zaradi njegovih ravnanj trpi posledice teh dejanj. Če se posameznik sam izpostavi posledicam lastnega tveganja, bo ravnal bolj odgovorno kot v primeru, kadar te posledice nosi nekdo drug. Paul Krugman (2008) opisuje moralni hazard kot vsak primer, v katerem ena oseba odloča, koliko tveganja sprejeti, druga pa nosi stroške teh posledic, če pride do katastrofe. Te so nevarne za majhne države, kjer je vpliv šoka toliko večji. Zaradi majhnosti je Slovenija specifična, saj je trg majhen (globalno gledano imamo majhna podjetja) in plitek, posamezni agenti na trgu pa se dobro poznajo. Vendar pa managerji niso predvideli morebitnega pojava asimetričnega šoka in finančne krize, ki je temu sledila. Moralni hazard tako igra eno ključnih vlog pri razlogih, ki so privedli do trenutne krize, in je eden od temeljev za razumevanje delovanja ekonomije. Dogodki zadnjih let so razkrili materialne pomanjkljivosti v moralni strukturi nekdanj spoštovanih managerjev

v Sloveniji. Ti so izgubili moralni kompas in postali žrtve bolezni podjetniškega pohlepa.

Zaradi brezbriznosti oziroma malomarnosti pride do pomanjkljivega izvrševanja skrbnega ravnanja posameznika. Razumemo jo kot odstopanje v vedenju posameznikov od tistega, kar bi v podobnih okoliščinah storila razumno preudarna oseba.

Pohlep opredeljujemo kot pretirano željo po posedovanju premoženja oziroma imetja. Strah in pohlep skupaj s črednim učinkom veljajo za pomembne čustvene motivatorje, ki vplivajo na gibanje delniških trgov in poslovno vedenje. Milton Friedman (1979) je menil, da vse družbe na svetu vodi pohlep, ki da je tudi gonilo razvoja. Pri tem pa je treba upoštevati način pridobljenega premoženja. Če gre za posameznika, ki je z eno poslovno operacijo prišel do premoženja, pri čemer je storil sporne finančne transakcije in etično vprašljiva dejanja, ki so zakonsko na meji dovoljenega ali celo nezakonita, gre za moralno sprevrženo dejanje in tveganje, ki v primeru napak usodno vpliva tudi na preostale udeležence na trgu, vključno z zaposlenimi, potrošniki, poslovnimi partnerji in bankami. Nesprejemljivo je, da v primeru njihovega neuspeha nosi škodo vsa družba, kar vpliva na zaupanje potrošnikov v ekonomijo ter s tem na gospodarsko rast.

Pretirana samozavest glede določenega vprašanja je dobro znana napaka posameznika. Gre za posameznikovo prepričanje v pravilnost lastne ocene, tudi če je objektivna stvarnost povsem drugačna. Pretirana samozavest je pomemben dejavnik in največje odkritje vedenjske psihologije. Pojav pristranskega samopopisovanja je zelo značilen za finančne trge. Samozaupanje vlagateljev naraste, ko je pojavi javna informacija in tako potrdi posameznikovo prepričanje. Pri tem pa je zanimivo, da samozaupanje ne pade proporcionalno, če je informacija pokazala, da je posameznik ravnal napačno. Ko so skupino intervjuvancev v ZDA v znani raziskavi Ola Svensona (1981, 146) spraševali, ali mislijo, da so sami boljši vozniki od povprečja, jih je kar 93 odstotkov odgovorilo pritrdilno, na Švedskem pa je pritrdilno odgovorilo 69 odstotkov posameznikov. Pretirano samozavest lahko torej opišemo kot standardno napako posameznikov, ki se kaže v njihovih dejanjih.

### **Metodologija**

Vedenjska ekonomija vključuje poznavanje in razumevanje tako ekonomske teorije kot tudi socialne psihologije, njen namen pa je razviti modele človeškega obnašanja, ki upoštevajo prirojene napake, značilne za proces odločanja posameznika. Na področju metod

bi moral razvoj vedenjske ekonomije spodbuditi uporabo opazovanj vedenja, prilagojeno etnografsko raziskavo, makroanalizo vseh dostopnih podatkov, pospešiti tehnike za spremembo vedenja ter razvoj drugih metod, ki jih ne uporabljajo pogosto (Gordon 2010, 38). Najbolj sistematičen pristop k tej problematiki v tem trenutku predstavlja razvijajoče se področje eksperimentalne ekonomije, ki izhaja iz vprašanj konvencionalnih predpostavk, pa tudi iz alternativ, ki se ki jih ponujajo nadzorovani psihološki eksperimenti (Piore 2006, 20). Fineman in Mangham (1983) v prepričljivem članku o kvalitativnih podatkih omenjata, da so po njunih izkušnjah mnoge raziskovalne študije postale uspešne zaradi mehkih kvalitativnih in ne zaradi trdih kvantitativnih delov. Menita, da mora kvalitativni raziskovalec v raziskavi izraziti tudi svoje izkušnje.

Za metodologijo smo uporabili kvalitativno raziskavo. S pluralno študijo primera in raziskovalno metodo analize dokumentov smo analizirali razmišljanje in vedenje managementa v obdobju konjunktura. Da bi povečali verodostojnost raziskave, smo vanjo vključili javne dokumente in vire (časopisi, arhivi, kartoteke, poročila). Za namenski vzorec smo uporabili management treh slovenskih podjetij. Problem, ki smo ga želeli opredeliti in pojasniti, se nanaša na racionalnost managerskih odkupov z vidika vedenjske ekonomije. Vprašanje, ki smo si ga zastavili, je: Kateri vzgibi so motivirali management, da se je odločil za managerski odkup? Vzorec je bil namenski, v analizo dokumentov kot metodo zbiranja podatkov pa smo vključili intervjuje predsednikov uprav omenjenih podjetij, objavljene v slovenskem časopisju. Ocenjujemo, da lahko običajne slabosti, povezane z načinom zbiranja podatkov pri analizi dokumentov, kot so zaščitenost podatkov, nepopolnost, težava z reprezentativnostjo ter težave z verodostojnostjo, odpravimo, saj so v večini besedil, povezanih z managerskimi prevzemi, zaključki enaki. Zanimali so nas razmišljanje managementa, njegovi občutki, torej kompleksen oris dogajanja v času do odločitve za prevzem deleža, pa tudi okoliščine, v katerih je prišlo do prevzema, kar je prav tako cilj raziskovalnega načrta študije primera. Uporabnost intervjuja kot raziskovalne tehnike je odvisna od zmožnosti, ali je iz njega moč izvleči material, ki je zanimiv in relevanten. Kot omejitev pri raziskavi gre izpostaviti uporabo dokumentov iz sekundarnih virov, saj je nemogoče opraviti osebne intervjuje z nekdanjimi predsedniki uprav. Težko je tudi oceniti, koliko so intervjuji z nekdanjimi vodilnimi zares objektivni in iskreni.

Zbrane podatke smo obdelali na osnovi metode diskurzivne analize (Silverman 2000) in metode analize vsebine (Easterby-Smith,

Thorpe in Lowe 2004). Proces kategorizacije je potekal po naslednjih korakih:

- razporeditev člankov in intervjujev po osebah;
- njihova razvrstitev po vsebinskih sklopih – temah in analiza vsebine;
- definiranje in oštevilčenje kategorij
- ter ponovna analiza vsebine.

Uporabili smo kategorije, ki so običajno izpostavljene kot najpogostejše napake posameznikov, in sicer kot posledica kognitivnih in psiholoških dejavnikov. Razmišljanje managementa smo interpretirali s kategorijami:

- aroganca, brezbržnost;
- samozavest, optimizem;
- njihovo lastno mnenje glede managerskega prevzema, pohlep.

Oseba A je v obdobju pred prevzemom trdila, da podjetje nima težav s solventnostjo in da jih nikoli ni imelo. Povedala je, da se z managerskim odkupom ne ukvarja, vseeno pa verjame, da bo družba prevzeta, pri čemer ne želi napovedati, od koga. Danes Oseba A s prizvokom cinizma trdi, da je to, da je imelo podjetje 200 mio EUR izgube zaradi nakupa deleža drugega podjetja, njena odgovornost, saj pač ni predvidela svetovne finančne krize. Enormno zadolževanje vidi z današnje perspektive kot očitek, ki ne upošteva spremenjenih okoliščin in razmer, predvsem globalnega upada vrednosti delnic in velike krize. Zdaj Oseba A pravi, da so banke po dampinških cenah ponujale nezavarovane kredite.

Oseba B je v obdobju pred prevzemom trdila, da ne načrtuje vračanja kreditov za potrebe financiranja prevzema, saj za to ni potrebe. Danes Oseba B pravi, da je bil prevzem pravzaprav posledica razmer v okolju. Bilo je precej opozoril, vendar so vsi pričakovali normalno rast, celo UMAR. Oseba B meni, da je bilo takratno stanje posledica črednega nagona, evforije, saj so ljudje kupovali delnice, ki so bile zelo drage, in je bilo skoraj nemogoče, da bi še rasle, pri čemer so najemali posojila. Priznava, da so podcenili tveganje in da niso predvideli, da se bo trg zrušil. Danes vsi dobro vedo, kaj bi morali narediti pred tremi leti, takrat pa so vsi prosili za sodelovanje pri prevzemu podjetja. Oseba B še ocenjuje, da so bili ključni moment ugodni pogoji v okolju, kot so podpora prevzemom, pozitivna pričakovanja glede rasti cen delnic kot poslovnih priložnosti in presežek denarnih sredstev bank.



PREGLIEDNICA 1 Prikaz argumentov, ki izpostavljajo iracionalnost odločanja – oseba A

A <sub>x1</sub>	»Minister se moti. Naš primer kaže marsikaj, vendar ne tega, kar govori. Da bi dokazal svojo trditve, si bo moral pomagati s kakšnim drugim podjetjem. Upam, da ga bo našel, tako, ki bo v teh časih 100% odplačalo svoje dolgove, zelo težko. In drugič, banke v primeru našega podjetja niso bile zaščitene, krediti niso bili zavarovani, tudi z delnicami ne.«
A <sub>x2</sub>	»Ne trdim, da v našem primeru nimam objektivne odgovornosti. Prav gotovo pa nisem kriminallec,« je poudarila oseba A in dodala: »Če je imelo podjetje 200 milijonov izgube zaradi nakupa deleža drugega podjetja, je seveda moja odgovornost, da nisem predvidel svetovne finančne krize.«
A <sub>x3</sub>	»S prevzemom deleža drugega podjetja se ne ukvarjamo, krepimo svoj delež, predvsem pa z upravo iščemo sinergije pri energetiki. Ali se bo in kako se bo konsolidiralo lastništvo drugega podjetja, ni na prvem mestu naših skrbi.«
A <sub>y1</sub>	»Niti eno od posojil, ki jih je pred krizo dobilo podjetje, ni bilo zavarovano, in na tem je, po besedah osebe A, temeljila tudi velika napetost med njo in bankami. Banke so nam nekaj mesecev pred tem po dampinških cenah ponujale nezavarovane kredite in zdelo se je popolnoma neverjetno, da bi lahko nekdo v trenutku pozabil na vse pogodbe in ob izbruhu krize zahteval ves denar takoj nazaj,« je zatrdil.
A <sub>y2</sub>	Na vprašanje o težavah s solventnostjo podjetja smo dobili naslednji odgovor: »Ne, nikakor, kje pa. Nikoli jih nismo imeli. Zakaj? Ne znam odgovoriti na to vprašanje. Kdor bere bilance, ne bo našel razloga zanje.«
A <sub>z1</sub>	»Ne vem, od kod vam te informacije. Z menedžerskim odkupom se ta trenutek ne ukvarjamo. Zmagal bo tisti, ki bo ponudil več oziroma izpolnil pogoje, ki jih bosta predpisala prodajalca.«
A <sub>z2</sub>	Odgovor na vprašanje o lastniški sestavi podjetja: »Mislim, da bo družba prevzeta. Od koga, ne bi napovedoval.«
A <sub>z3</sub>	»Nič nisem bogatejši, kot sem bil v trenutku, ko sem vstopil v podjetje. Drugič, ne držijo trditve, da je podjetje v krizi zaradi mojega lastninjenja. In tretjič, da je to enormno zadolževanje očitek, ki leti z današnjega zornega kota in ne upošteva okoliščin in spremenjenih razmer. Predvsem globalnega upada vrednosti delnic in velike krize, ki je seveda popolnoma spremenila razmerje med dolgovi in vrednostjo sredstev v podjetju.«

OPOMBE *x* = aroganca, brezbrižnost, *y* = samozavest, optimizem, *z* = njihovo lastno mnenje glede managerskega prevzema, pohlep.

Oseba C je v obdobju pred prevzemom trdila, da do managerskega odkupa v podjetju ne bo prišlo. Prepričana je celo, da so delnice v splošnem podcenjene, in trdi, da je žalostno, da slovenski vlagatelji niso imeli možnosti intenzivneje sodelovati v tej fazi lastninjenja bank po diskontni ceni.

Kot je izpostavil že Hersh Shefrin (2007, 4), je psihologija osnova za razumevanje posameznikovih potreb, želja in motivacij, prav tako pa je ključna za razumevanje številnih in različnih vrst človeških zmot, kot so konceptualna iluzija, nagla sprememba delovanja, raz-

PREGLEDNICA 2 Prikaz argumentov, ki izpostavljajo iracionalnost odločanja – oseba B

---

B <sub>x1</sub>	»Naš projekt, kot je zdaj zastavljen, sploh ne predvideva, da bomo kredite za financiranje prevzema vračali. Saj ni potrebe. Banke so zainteresirane, da dajejo kredite. Naš cilj je, da se poveča premoženje. Če je zdaj podjetje vredno 500 milijonov evrov, bomo naredili vse za to, da bo vredno 700 ali 800 milijonov. To je temeljno izhodišče,« je na začudenje mnogih »klasične pomisleke«, kako je mogoče kupiti podjetje s posojili, ki jih ni treba nikoli vrniti, povedala oseba B.
B <sub>x2</sub>	»Lahko sicer rečemo, da je bil prevzem podjetja napaka, da smo tako v podjetju kot v bankah podcenili tveganja.«
B <sub>x3</sub>	»Zaradi splošne evforije, ker smo verjeli v nadaljnjo rast (kar poglejmo projekcije uradnih institucij), smo najemali posojila in kupovali premoženja (delnice, nepremičnine) po precej višjih cenah, kot so današnje.«
B <sub>x4</sub>	»Prevzem je bil pravzaprav posledica razmer v okolju, ki je bilo leta 2006 in 2007 naklonjeno takšnim potezam v Sloveniji, saj se je od leta 1993 do 2007 uresničilo več kot tisoč menedžerskih prevzemov. V tistem času je bilo precej pobud državnih skladov, da bi se država umaknila iz gospodarstva, in so nas spraševali, ali imamo kakšnega kupca, ali bi mi kupili. Na trgu je bilo ogromno denarja, zato smo s projekcijami, načinom financiranja in razvojem pripravili program razvoja; podjetja, banke so imele denar in bile so za.«
B <sub>x5</sub>	»Je pa res, da niti mi v podjetju niti bančniki, ki so zagotavljali sredstva, nismo predvideli, da se bo trg delnic tako zrušil. Ko danes gledamo nazaj, smo vsekakor podcenili tveganje, to priznam. Vendar pa to vsekakor ni bila samo moja napaka, bila je napačna ocena vseh tistih, ki smo sodelovali v projektu, predvsem pa bank, ki so zagotavljale vire financiranja.«

---

*Nadaljevanje na naslednji strani*

položenski učinek, vpliv črednega nagona, vpliv govoric na trgu, prevelika samozavest, aroganca, pretirano zaupanje vase in čustva. Neekonomski elementi, kot so zaupanje, samozavest, poštenost, korupcija in slaba vest, denarna iluzija in zgodbe, imajo močan vpliv na ekonomske odločitve posameznikov (Akerlof in Shiller 2009, 5).

### Sklep

Globalna finančna kriza je razkrila vlogo in pomen mogočnih psiholoških sil, ki so s svojimi vplivi ogrozile normalno delovanje finančnih trgov in gospodarstev ter vplivale na premoženje posameznikov. Odločitev za managerski odkup odseva razmišljanje managerja, njegove motive in cilje. Odločitve managerja so posledica vseh zavestnih in nezavednih procesov v možganih, analiziranja vseh dostopnih informacij. Ob tovrstnih odločitvah pri posamezniku vedno delujejo emocionalni in kognitivni dejavniki, kot so prevelika samozavest, slaba zaslužka in oblasti.

Osnovni model tržne ekonomije predpostavlja, da posamezniki

PREGLEDNICA 2 *Nadaljevanje s prejšnje strani*

- 
- B<sub>y1</sub> »Kako, da smo vsi zašli? To je posledica črednega nagona. Vsi smo videli pozitivno sliko, v pozitivno tudi vsi radi verjamemo. Preprosti ljudje so kupovali delnice, ki so bile zelo drage in je bilo skoraj nemogoče, da bi njihova cena še naprej rasla. Nas je gnala želja, da bi bilo podjetje močno, veliko, pomembno [...]. Predvidevali smo, da bomo situacijo obvladali, če bo prišlo do normalne stopnje krize,« je dejala oseba B.
- B<sub>y2</sub> »Banke so se odločale za financiranje menedžerskih prevzemov ter tudi za financiranje prevzemov s strani drugih kupcev na podlagi razpoložljivih sredstev in pričakovanega donosa. Z današnjega vidika lahko ocenimo ta pričakovanja za pogosto neupravičena, a takrat je bilo takšno okolje, predvsem pa niso omejevala financiranja drugih projektov. Danes smo seveda vsi pametni, kaj bi morali delati pred tremi leti, a takrat so me vsi prosili, ali bi lahko sodelovali v prevzemu.«
- B<sub>y3</sub> »Verjetno je kakšen prevzem pospešilo tudi precejšnje menjavanje vodilnih ekip po zamenjavi vlade v letu 2004, a ključen moment so bili vsekakor ugodni pogoji v okolju: podpora prevzemu, pozitivna pričakovanja tako glede rasti cen delnic kot poslovnih priložnosti in seveda presežek denarnih sredstev bank.«
- B<sub>y4</sub> »Glede na rezultate poslovanja in takratno okolje je bila cena korektna, po nižji ceni niti slučajno ne bi mogli kupiti. Verjeli pa smo v pozitiven razvoj gospodarstva, tako kot so kazale splošne projekcije v Sloveniji in tudi po svetu. Bilo je sicer precej opozoril, ampak vsi smo pričakovali normalno rast, tako je še leto in pol pred krizo napovedoval tudi U<sub>MAR</sub>.«
- 
- B<sub>z1</sub> »Menim, da se s tako oceno posplošuje in ustvarja vtis o sprevrženih name-nih prevzemnikov. V večini prevzemov je bil namen predvsem nadaljnji razvoj podjetja, čeprav ne rečem, da ni bilo to povezano tudi s pričakovanji o rasti vrednosti podjetja in zaslužka, tudi pri bankah. A to ni bilo prioriteta. Predvsem pa ne bi ne prevzemniki ne banke šli v posel, če bi bili dvomi o tem, da bo projekt uspel.«
- B<sub>z2</sub> »Tega nisem nikoli zanikal – odgovornost za prevzem in posledice so na moji strani vsekakor precejšnje, ker sem bil akter v tej zgodbi, čeprav niti slučajno nisem bil sam. Danes pa ni nikogar, kot da bi ves projekt delal sam! Ko smo najeli posojila in poplačali prejšnje delničarje, se je prepovedalo financiranje in mislim, da je bilo to napačno.«
- 

OPOMBE *x* = aroganca, brezbriznost, *y* = samozavest, optimizem, *z* = njihovo lastno mnenje glede managerskega prevzema, pohlep.

svoje odločitve sklenejo racionalno glede na ekonomske motive. Ta model lahko deluje v običajnem poslovnem okolju, vendar v dinamiki spremenljivega okolja ni tako učinkovit, kot bi lahko bil. Osnovni model bi dogodke, kakršna sta finančna in ekonomska kriza, razložil bolj prepričljivo, če bi upošteval tudi neekonomske motive. Pretirana samozavest, brezbriznost in aroganca so pomembni razlogi za odločitev managementa glede prevzema, saj je ta trpel za iluzijo kontrole in verjel, da situacijo nadzira bolje, kot jo je v resnici.

PREGLEDNICA 3 Prikaz argumentov, ki izpostavljajo iracionalnost odločanja – oseba C

C <sub>x1</sub>	»Danes skupina posluje z dobičkom, rezultat pa ni zasluga cenovne politike. V zadnjih dveh letih smo dvignili produktivnost za 25 odstotkov in izkoristili sinergije na področju nabave materialov in storitev, skupne logistike in razvoja. Če podjetje tega ne bi naredilo, bi poslovalo na robu rentabilnosti.«
C <sub>y1</sub>	»V tej ihti Urad napačno citira podatke o lastniških deležih in jih nato pod pritiskom strokovne javnosti šlampasto popravlja. Sumim, da dela direktor Urada pod takim pritiskom, da ne utegne niti prebrati odločb, ki jih podpisuje.«
C <sub>y2</sub>	»Je pa žalostno, da slovenski vlagatelji niso imeli možnosti v večji meri sodelovati v tej fazi lastninjenja. Po drugi strani pa se bo vlada morala vprašati, kje v tujini, pa naj gre za EU, ZDA ali Bahame, so slovenski državljani imeli možnost kupovati banke po diskontni ceni.«
C <sub>z1</sub>	»Kar naenkrat smo mi edini tajkuni v Sloveniji, s katerimi se ukvarjajo vlada in njene »neodvisne« institucije. V javnosti premier sicer razlaga to svojo osebno zamero in maščevanje kot sistemski boj proti tajkunom. Končujemo uspešno poslovno leto in se pripravljamo na nove izzive.«
C <sub>z2</sub>	»Menedžerskega odkupa v podjetju ne bo. Podjetje bo ostalo družba v lasti 10.000 delničarjev. Med delničarji so in bodo tudi zaposleni.« Kako gledate na menedžerske odkupe (MBO), ki se dogajajo? »Gre za povsem legitimne in legalne procese, ki so pri nas obravnavani skrajno negativno, celo nemoralno.«

OPOMBE  $x$  = aroganca, brezbriznost,  $y$  = samozavest, optimizem,  $z$  = njihovo lastno mnenje glede managerskega prevzema, pohlep.

Pohlep kot močan psihološki sprožilec je bistveno vplival na razsodnost managementa. Neekonomski dejavniki, ki imajo korenine v lahkotnosti odločanja, pomanjkanju informacij, pohlepu in napuhu ter polnem izkoriščanju moralnega hazarda, so bili ključni za napeke, ki jih je management naredil. Na podlagi kvalitativne analize smo pokazali, da se je management za odkup odločil na osnovi iracionalnih odločitev, ki so vključevale visoka pričakovanja glede rasti denarnih tokov podjetja, pa tudi glede nadaljevanja konjunktura v okolju evropske perspektive.

V novem tisočletju je prišlo v slovenskem gospodarstvu do pomembnega preobrata. Del stare generacije managerjev, ki je svoja podjetja popeljala skozi različna obdobja poslovanja, od izgube trgov ob osamosvojitvi do stabilizacije poslovanja, od lastninskega preoblikovanja do kotacije na Ljubljanski borzi, je odhajala v pokoj. Nova generacija managerjev je svoje mandate nastopila v za Slovenijo ugodnem makroekonomskem okolju, v začetku ekonomske konjunktura. Država je beležila rast bruto domačega proizvoda, rast izvoza ter trend padanja brezposelnosti ob zniževanju javnega dolga. Optimizem managerjev je rasel zaradi naraščanja vrednosti delnic

na Ljubljanski borzi. Okolje je bilo torej zelo ugodno. V tem samoprepičanju so posamezni managerji podzavestno povečevali verjetnost za uspeh projekta. Analiza dokumentov je pokazala, da management ni želel zamuditi te priložnosti. Preko zvez v upravah bank je izkoristil dostop do kreditnih virov in uporabil možnosti verižnih lastništev lastnega podjetja s prijateljskim, in obratno. Managerskega odkupa torej ni financiral zasebni kapital, temveč skoraj v celoti banke kreditodajalke. Pri tem so managerji zastavili delnice prevzete tega podjetja. V tem delu so banke pri poslovanju izrazito odstopale od običajne bančne prakse.

Analiza je pokazala, da je managerje vodila aroganca, saj so zaradi zanemarjanja ključnih nalog pomembno vplivali na poslovanje podjetja. Pohlep po denarju in bogastvo sta postala ključna ideja, končni cilj v managerski karieri marsikaterega posameznika. Z neetičnimi dejanji so vplivali tudi na ostale zaposlene, nadzornike in celo na revizijske hiše. Poštenost in integriteta, spoštovanje in etika v poslovanju z ustreznimi vrednotami in jasnim ciljem v poslovanju, ki so ključnega pomena pri razvoju uspešnega družbenega in poslovnega okolja v vsaki državi, so bili drugotnega pomena.

Kot smo pokazali, je velik pomen pri odločanju managerjev odigrala vedenjska ekonomija. Če bi bolje razumeli njen pomen in vpliv, bi se marsikatera odločitev za vse udeležence verjetno končala bolje. Sklepi raziskave kažejo, da so kognitivni in psihološki dejavniki pomembno vplivali na vedenje posameznih poslovnih subjektov, ki so v okolju omejene racionalnosti delali očitne sistemske napake, kar smo dokazali na podlagi proučevanja psihologije vedenja. Ti dejavniki so zaradi zgodovinskih dejavnikov v tranzicijskih državah bolj poudarjeni kot v razvitih ekonomijah z dolgo tradicijo.

### Literatura

- Akerlof, G. A., in R. J. Shiller. 2009. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bešter, J. 1995. »Teoretična analiza prevzemov podjetij.« Magistrsko delo, Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
- Dajčman, S., in D. Romih. 2006. »Sodobnost Keynesove misli o finančnih trgih.« *Naše gospodarstvo* 52 (5-6): 100-107.
- Downes, J., in E. J. Goodman. 1991. *Dictionary of Finance and Investment Terms*. Hauppauge, NY: Barrons Education Series.
- Easterby-Smith, M., R. Thorpe in A. Lowe. 2004. *Raziskovanje v managementu*. Koper: Fakulteta za management.
- Fineman, S., in I. Mangham. 1983. »Data, Meanings And Creativity: A Preface.« *Journal of Management Studies* 20 (3): 295-300.

- Franks, R. J., in R. S. Harris. 1989. »Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The UK Experience 1955–1985.« *Journal of Financial Economics* 23 (2): 225–249.
- Milton, F. 1979. »On Capitalism and Greed.« [Http://glenmeakem.com/2010/10/24/milton-friedman-on-capitalism-and-greed](http://glenmeakem.com/2010/10/24/milton-friedman-on-capitalism-and-greed).
- Gordon, W. 2010. »Whatis the Buzz about Behavioural Economics.« *Admap* 22 (3): 38–39.
- Heaton, J. B. 2002. »Managerial Optimism and Corporate Finance.« *Financial Management* 31 (2): 33–45.
- Jensen, M., in R. Ruback. 1983. »The Market for Corporate Control.« *Journal of Financial Economics* 11 (5): 5–50.
- Kahneman, D., in A. Tversky. 1979. »Prospect Theory: An analysis of Decision under Risk.« *Econometrica* 46 (2): 171–185.
- Kaplan, S. 1989. »The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value.« *Journal of Financial Economics* 24 (2): 217–257.
- Keynes, J. M. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: MacMillan.
- Krugman, P. 2008. *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. London: Allen Lane.
- Larrson, S., in C. Wallenberg. 2002. *Motives for and Evaluation Criteria of Mergers and Acquisitions*. Linkoping: Ekonomiska Institutionen.
- Peklar, L. F. 2007. »Sedem največjih napak pri managerskih odkupih.« Delovno gradivo, Socius.
- Piore, M. J. 2006. »Qualitative research: does it fit in economics?« *European Management Review* 3 (1): 17–23.
- Roll, R. 1986. »The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers.« *The Journal of Business* 59 (2): 197–216.
- Shefrin, H. 2007. *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and Psychology of Investing*. Oxford: Oxford University.
- Silverman, D. 2000. »Analyzing Talk and Text.« V *Handbook of Qualitative Inquiry*, ur. N. K. Denzin in Y. Lincoln, 821–835. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Simon, H. A. 1997. *Models of Bounded Rationality: Empirically Grounded Economic Reason*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Svenson, O. 1981. »Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers?« *Acta Psychologica* 47 (2): 143–148.
- Taleb, N. N. 2007. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. London: Penguin Books.
- Weinstein, N. 1980. »Unrealistic Optimism About Future Life Events.« *Journal of Personality and Social Psychology* 39 (5): 806–820.