

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

ANALIZA PREJEMKOV UPRAV V SLOVENIJI

NINA NOVAK

IZJAVA

Študentka Nina Novak izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Sergeje Slapničar, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne_____

Podpis: _____

KAZALO

Uvod	1
1. Plače in nagrajevanje managerjev	1
1.1 Teorija zastopništva	2
1.2 Managerske pogodbe	3
1.3 Zakonski okviri nagrajevanja managerjev v Sloveniji	3
1.4 Akti stanovski združenj	4
1.4.1 Kodeks upravljanja javnih delniških družb	4
1.4.2 Priporočila za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev	4
1.4.3 Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah	5
1.5 Struktura managerskih prejemkov	6
1.5.1 Fiksni prejemki	7
1.5.2 Variabilni prejemki	9
1.5.3 Izredne nagrade in udeležba na dobičku	10
1.5.4 Nadomestila in povračila stroškov	11
1.5.5 Zavarovanje odgovornosti	11
1.6 Vloga nadzornega sveta pri nagrajevanju	11
2. Analiza prejemkov uprav javnih družb v Sloveniji v obdobju 2002 – 2006	12
2.1 Predhodne raziskave	12
2.2 Namen raziskave	13
2.3 Hipoteze in raziskovalni model	14
2.3.1 Opis spremenljivk	15
2.4 Opredelitev vzorca	16
2.5 Opis uporabljenih metod	17
2.5.1 Regresijski model	17
2.6 Opisni rezultati	18
2.6.1 Struktura prejemkov	20
2.6.2 Rezultati analize regresijskega modela	21
Sklep	23
Literatura in viri	24
Priloge	1

KAZALO TABEL

Tabela 1: Razvrščanje družb po velikosti in kompleksnosti poslovanja.....	6
Tabela 2: Razponi plač po stopnjah zahtevnosti vodenja družbe.....	8
Tabela 3: Javne družbe, vključene v analizo.....	17
Tabela 4: Povprečni stroški vodenja družb po letih od 2002 do 2006 v EUR	19
Tabela 5: Povprečni letni bruto prejemki na posameznega člana uprave v obdobju 2002 – 2006	19
Tabela 6: Višina povprečnih variabilnih prejemkov in deleži variabilnih prejemkov v skupnih prejemkih managerjev po posameznih letih in za celotno obdobje.....	20
Tabela 7: Opisne statistike za vzorec podjetij v obdobju 2002-2006	21
Tabela 8: Ocene regresijskih koeficientov vpliva določenih spremenljivk na povprečne skupne prejemke managerjev v obdobju 2002-2006 z modelom s stalnimi učinki	22

UVOD

Nagrajevanje managerjev je tema, ki v medijih v rednih intervalih sproža živahne razprave. Plače managerjev namreč ne sodijo v sistem kolektivnih plač, pač pa so v večini dogovorjene z individualnimi, tako imenovanimi managorskimi pogodbami. Te pogodbe bi morale vsebovati mehanizme nagrajevanja, ki bi managerje vzpodbujali k upravljanju podjetja v skladu z njegovimi cilji. Pri tem pa je potrebno čim bolje rešiti problem principal/agent.

Večina do sedaj narejenih empiričnih študij temelji na podatkih o nagradah članov uprav anglosaksonskih gospodarstev, predvsem Velike Britanije in ZDA. O nagrajevanju v tako imenovanih tranzicijskih državah pa je malo znanega. V preteklosti je bilo narejenih nekaj raziskav o nagrajevanju managerjev v Sloveniji, vendar so te zajemale podatke za leto ali dve, ne pa za daljše časovno obdobje.

Namen moje diplomske naloge je s pomočjo ekonometrične analize preveriti vpliv dejavnikov na nagrajevanje članov uprav v slovenskih podjetjih, katerih delnice kotirajo na Ljubljanski borzi. Cilj diplomske naloge pa je podati ključne ugotovitve na podlagi analize.

Potem ko bom kratko opisala ozadje teorije zastopništva in dejavnikov, ki vplivajo na managerske prejemke v Sloveniji, bom v drugem delu analizirala slovenska podjetja. S pomočjo opisnih spremenljivk bom najprej opisala ključne spremenljivke, nato pa bom z analizo s panelnimi podatki poskušala pokazati vpliv ključnih dejavnikov na prejemke članov uprav v slovenskih podjetjih. Sledila bo analiza možnih vzrokov, čemu je tako. V zadnjem delu bom še povzela glavne ugotovitve.

1. PLAČE IN NAGRAJEVANJE MANAGERJEV

Managerji vodijo družbo samostojno in na lastno odgovornost. Pri tem morajo ravnati v skladu s cilji družbe za doseganje najboljših koristi zanjo. Managerji morajo pri vodenju upoštevati vse pogodbene obveznosti družbe, zakonske in podzakonske predpise ter splošno uveljavljene predpise. Pri tem morajo zagotavljati ustrezno ravnanje s tveganji in obvladovanje tveganja znotraj družbe. Managerji morajo pri vodenju ravnati s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika.

Osnovni cilj delovanja managerjev (tako kot vsakega človeka) je zadovoljevanje lastnih materialnih in nematerialnih potreb. Če torej njihovi osebni cilji niso usklajeni s cilji družbe, lahko pride do nelojalnega in nepoštenega ravnanja. Poleg tega so managerji lahko enostavno nesposobni za učinkovito upravljanje s premoženjem družbe v določenih okoliščinah. Zato so se v vseh razvitih sistemih pojavili mehanizmi motivacije in nadzora managementa. Namen mehanizmov motivacije je usklajevanje osebnih ciljev posameznega nosilca in ciljev družbe (Dolinar, Pirc & Podbevšek, 2007, str. 10).

1.1 Teorija zastopništva

Teorija močno črpa iz maksimiranja lastnih interesov tržnih udeležencev, njeno bistvo pa je dilema, kako naj naročnik (principal) motivira zastopnika (agenta), da bo z naročnikovimi sredstvi deloval v naročnikovem in ne v lastnem interesu. V primeru družb se za principala običajno postavlja delničarje, za agenta pa člane organov vodenja. Ker pa člane organov upravljanja voli skupščina, ima tudi položaj delničarjev kot principalov določeno osnovo. Neenotna stališča o tem, kdo je pravzaprav principal, pripeljejo do čisto praktičnih težav. Ali člani organov pri svojem delovanju zasledujejo cilje delničarjev ali družbe? Čeprav se zdi, da so cilji družbe in delničarjev dolgoročno poenoteni, ni vedno tako. Seveda je pričakovati, da se rast, investicije in krepitev družbe odražajo na tržni ceni delnic, žal pa je ta pogosto bolj odvisna od kratkoročnih in srednjeročnih rezultatov poslovanja kot dolgoročnih potencialov družbe. Člani organov bi morali vedno zasledovati interese družbe in ne delničarjev, kar se odraža v določbah o odškodninski odgovornosti članov organov družb (Dolinar, Pirc & Podbevšek, 2007, str. 9).

Po teoriji zastopništva menedžerji niso naklonjeni tveganju, ker je varnost njihove zaposlitve in dohodkov v celoti vezana na eno samo podjetje (Prašnikar, 1999, str. 273). Medtem ko lastniki tveganje razpršijo v portfelju naložb, so managerji ves svoj človeški kapital vložili v eno samo podjetje, od katerega je odvisen pritok njihovih koristi, ki jih v skrajnem primeru enačijo s svojo eksistenco. Zato zgolj v povečevanju premoženja lastnikov ne vidijo svojih koristi. Ugled, družbeni položaj, rast podjetja, stabilnost prihodkov, skrb za okolje, lokalno skupnost in zaposlene so znani cilji, ki jih je moč opaziti pri številnih vodilnih managerjih in za katere odkrito priznavajo, da jih vodijo pri poslovnih odločitvah. Managerji so veliko manj od lastnikov naklonjeni nekaterim tveganim projektom, ki bi zagotavljali primeren donos lastnikom, managerji pa bi menili, da z njimi ogrožajo svoj položaj in položaj nekaterih drugih interesnih skupin. Razlika med donosi projektov, ki bi jih izbrali lastniki sami, in tistimi, za katere se odločijo managerji, pa je eden izmed največjih stroškov, ki izhajajo iz ločenosti funkcij lastnikov in menedžerjev (Slapničar, 2003a, str. 60).

V nasprotju z managerji pa imajo delničarji do tveganja nevtralno stališče, saj lahko svoje premoženje ustrezno razpršijo. Zato je v interesu delničarjev, da se del plačila managerjev oblikuje glede na doseženi rezultat podjetja. Nagrajevanje managerjev v obliki variabilnega plačila z delnicami podjetja in delniškimi opcijami torej spodbudi nagnjenost managerjev k tveganju in usmeri njihovo dejavnost k zadovoljitvi interesov delničarjev (Prašnikar et al., 1999, str. 273).

Oblikovanje ustreznega nagrajevanja managerjev v duhu reševanja problema zastopništva postaja vedno bolj zapleteno. Zaradi njihove spremenjene vloge je njihovo delo precej težje opredeliti kot delo drugih zaposlenih, saj je v večji meri prepuščeno pobudi posameznika, kaj in kako bo delal. Postaja zahtevnejše, obsežnejše in manj predvidljivo, zato ga je težje nadzirati (Zupan, 2001, str. 233).

1.2 Managerske pogodbe

Managerji nimajo kolektivnih pogodb, pač pa so njihove plače praviloma dogovorjene z individualno pogodbo. Managerji so odgovorni, da uresničujejo poslovni načrt in strateške cilje družbe. Nagrajevanje managerjev mora učinkovati motivacijsko in usklajevati njihove interese z lastniki. Učinkovito orodje za to je prav pogodba o plačevanju in nagrajevanju managerjev.

Individualna pogodba o zaposlitvi članov uprave je eno izmed temeljnih orodij vladanja podjetjem. Z optimalno pogodbo je mogoče dokaj učinkovito reševati problem, kako naj lastniki podjetij, ki sami ne upravljajo svojega premoženja, zagotovijo, da bodo managerji uresničevali njihove koristi.

Učinkovita pogodba med lastniki in managerji predstavlja konsistenten sistem (1) meril uspešnosti, ki vodijo k uresničevanju ciljev lastnikov, (2) ciljnih vrednosti meril, zastavljenih upravam v spodbudo za doseg določenega variabilnega deleža nagrade ali ohranitev položaja in (3) vrednosti in oblike nagrad, ki bodo izplačane za doseganje ciljev. Tudi med obliko izplačila nagrade obstajajo razlike v tem, v kolikšni meri motivirajo managerje za doseganje uresničevanja ciljev lastnikov. Nagrade v obliki lastniških deležev ali opcij nanje so najučinkovitejše glede spreminjanja odnosa managerja do tveganja. Hkrati ga motivirajo dolgoročno. Le z jasno oblikovanim sistemom nagrajevanja pride do procesa zbliževanja interesov lastnikov in managerjev (Slapničar, 2003a).

Osrednje vprašanje učinkovite pogodbe o zaposlitvi uprave je, s čim meriti uspešnost uprave. Težave, ki zadevajo izbor in oblikovanje meril uspešnosti, so v naslednjem (Slapničar, 2003):

- da uprav ni moč direktno opazovati in jih nagraditi za delo, ki ga resnično vložijo;
- da popolnih posledic njihovih dejanj ni mogoče ugotoviti, saj se raztezajo izven njihovega območja dela in izven časa, v katerem jih opazujemo, in
- da na posledice dejanj uprav, ki jih ocenjujemo, vplivajo neobvladljivi dogodki.

Pogodba o nagrajevanju uprave ni edini mehanizem nadzora. Poleg nje obstajajo še možnost odstavitve, neposredni kontinuiran in učinkovit nadzor nadzornega sveta nad delovanjem uprave in možnost prevzema podjetja kot zunanji mehanizem.

1.3 Zakonski okviri nagrajevanja managerjev v Sloveniji

V slovenski zakonodaji ni nikjer natančno urejen postopek določanja prejemkov uprav in nadzornih svetov delniških družb. Zakon o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD-1) v treh členih vsebuje nekaj načelnih določb o tem, kdo je pristojen za določanje prejemkov članov uprav posameznega organa delniške družbe. V 270. členu ZGD-1 ureja prejemke uprave, v 284. členu prejemke nadzornega sveta, v 289. členu pa prejemke upravnega odbora.

V 1. odstavku 270. člena ZGD-1 določa, da prejemke posameznega člana uprave določa nadzorni svet, pri tem pa mora poskrbeti za to, da so celotni prejemki v ustreznem sorazmerju

z nalogami članov uprave in finančnim stanjem družbe. Zakon s to določbo postavlja le neke smernice, ki naj se jih držijo nadzorni sveti pri določanju prejemkov članom uprave. Tako zakon nalaga nadzornemu svetu, da pri določitvi prejemkov uprave upošteva obseg in zahtevnost dela, ki ga opravlja posamezen član uprave, ter odgovornost, ki jo nosi za svoje delo, pri tem pa je potrebno ločiti najmanj med predsednikom uprave in ostalimi člani uprave. Nadalje mora nadzorni svet upoštevati tudi finančno stanje družbe, in zato prejemke članov uprave določiti glede na likvidnost, solventnost in dobičkonosnost družbe (Dolinar, Pirc & Podbevšek, 2007, str. 11).

1.4 Akti stanovski združenj

V Sloveniji imamo tri avtonomne pravne vire, ki se nanašajo na nagrajevanje managerjev: Kodeks upravljanja javnih delniških družb (v nadaljevanju Kodeks), Priporočila za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev, ki ga je izdalo Združenje članov nadzornih svetov (v nadaljevanju Priporočila ZČNS), in Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah (v nadaljevanju Priporočila Združenja Manager). Medtem ko se Kodeks le v splošnem ukvarja z nagrajevanjem managerjev, se zgoraj omenjeni priporočila podrobno spuščata v okvire nagrajevanja managerjev. V preteklosti je bilo nekaj polemik, katera priporočila dejansko uporabiti v managerskih pogodbah. Menim, da je potrebno uporabiti tista, ki maksimirajo tako interese podjetja kot managerjev, kar pa je odvisno od vsakega posameznega primera.

1.4.1 Kodeks upravljanja javnih delniških družb

Eden izmed takih avtonomnih pravnih virov je Kodeks upravljanja javnih delniških družb. Družbe sicer niso zavezane k spoštovanju teh in podobnih kodeksov in priporočil, vendar je smiselno slediti njihovim določbam, saj vsebujejo učinkovito dobro prakso (Dolinar, Pirc & Podbevšek, 2007, str. 12).

Kodeks določa, da naj bo politika določanja višine plačil, povračil in drugih ugodnosti članov vnaprej določena in naj upošteva kriterije, kot so zlasti obseg nalog in uspešnost posameznega člana uprave, velikost družbe in njeno finančno stanje, zahtevnost vodenja glede na njeno poslovno in organizacijsko uspešnost, splošne gospodarske razmere, v katerih posluje družba, uspešnost poslovanja družbe, izpolnjevanje strateških in letnih načrtov, nagrade članov v povezanih družbah in priporočila za nagrajevanje, ki so jih sprejele ustrezne stanovske organizacije.

1.4.2 Priporočila za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev

Združenje članov nadzornih svetov je pripravilo Priporočila za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev, ki priporoča določena razmerja med plačo managerjev in povprečno plačo v podjetju.

Priporočila ZČNS priporočajo, da naj pri določanju sistema nagrajevanja člana uprave nadzorni svet upošteva vrednost lastnega kapitala družbe in vrednost sredstev družbe,

zmožnost družbe za ustvarjanje prihodkov in dobička ter celoten strošek poslovanja in upravljanja družbe, ki zajema celotne in skupne stroške za prejemke vseh članov uprave, izvršnih direktorjev in oseb kroga širšega managementa ter vseh članov nadzornega sveta in upravnega odbora.

V Priporočilih ZČNS (2007, str. 8) imajo člani uprave oziroma izvršni direktor pravico do pridobitve naslednjih prejemkov:

- fiksni prejemki (denarna plačila in bonitete) za sprejem odgovornosti in nalog, opravljeno delo, porabo časa in lojalnost družbi;
- variabilni prejemki (denarna plačila);
- prejemki za kratkoročno uspešnost, na podlagi meril, ki zagotavljajo kratkoročno rast vrednosti kapitala družbe, in sicer:
 - o za doseganje letnih poslovnih načrtov,
 - o za preseganje letnih poslovnih načrtov;
- prejemki za dolgoročno uspešnost, na podlagi meril, ki zagotavljajo dolgoročno rast družbe in rast vrednosti za delničarje:
 - o rast vrednosti kapitala oziroma povečevanje tržne cene delnice ob upoštevanju izplačil dividend;
- izredne nagrade in udeležba pri dobičku.

1.4.3 Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah

Združenje Manager je leta 2005 izdalo Priporočila pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah z namenom nuditi pomoč svojim članom pri sklepanju individualnih pogodb o zaposlitvi ali drugih pogodb za urejanje njihovega statusa v različnih gospodarskih družbah, predvsem delniških družbah in družbah z omejeno odgovornostjo.

Priporočila Združenja Manager se osredotočajo na vsebine managerskih pogodb, določanja plač managerjev na podlagi zahtevnosti vodenja družbe, določanja nagrad managerjev za poslovno uspešnost, delniških in opcijskih programov nagrajevanja, bonitet, odpravnin ob prenehanju mandata in odškodnin zaradi konkurenčne klavzule. Posebej določajo merila, na podlagi katerih se razvrščajo družbe po skupinah glede na velikost in kompleksnost poslovanja, nato pa za vsako posamezno skupino opredelijo razpon osnovnih letnih bruto plač managerjev.

Priporočila Združenja Manager opredeljujejo dvojje različnih meril za določanje plač menedžerjev na podlagi zahtevnosti vodenja družb: merila velikosti družbe in merila kompleksnosti poslovanja družbe. Merila so prikazana v spodnji tabeli.

Tabela 1: Razvrščanje družb po velikosti in kompleksnosti poslovanja

Merila velikosti družbe (zgornje vrednosti pos. skupine)				Merila kompleksnosti poslovanja družbe		
Skupina*	Št. zaposlenih (do)	Prodaja (v mio €)**	Vrednost aktive (v mio €)	Internacion - alizacija poslovanja	Diverzifikacija oz. zahtevnost izdelka/ storitve	Organizacijska kompleksnost
1	50	7	4	domači trg	nizka	nizka
2	100	30	15		srednja	srednja
3	220	70	30			
4	600	170	70	mednarodni trg	visoka	visoka
5	1400	450	150		najvišja	najvišja
6	3500	800	400			
7				globalni trg		

Opombe: * Razvrstitev v skupine je skladna s stopnjo zahtevnosti vodenja

** Pri bankah se to merilo nadomesti z bilančno vsoto.

Vir: Priporočila Združenja Manager, 2005, str. 5.

1.5 Struktura managerskih prejemkov

Zgolj znesek stroškov, ki jih družba nameni za motivacijo managerjev, ne pove dovolj. Če je sistem nagrajevanja slab, sredstva investirana v motivacijo enostavno nimajo učinka usklajevanja interesov managerjev z interesi družbe. Da bi lahko ocenjevali sistem upravljanja družbe torej ni pomembno, kolikšni so stroški motivacije, temveč tudi kakšna je njihova struktura. Model ali sistem nagrajevanja managerjev, ki bi bil primeren in učinkovit za vse družbe, ne obstaja, zato morajo gospodarske družbe in njeni organi nameniti precejšnjo pozornost področju nagrajevanja oziroma motiviranja managerjev (Dolinar, Pirc & Podbevšek, 2007, str. 61).

Struktura prejemkov nam pove, koliko je učinkovit sistem nagrajevanja. Znesek stroškov, ki jih družba nameni za motivacijo članov uprave, namreč ne pove dovolj. Za ocenjevanje učinkovitosti sistema nagrajevanja uprave ni pomembno poznati le stroška motivacije, ampak tudi stroškovno strukturo.

Sistem, ki bi bil učinkovit za vse družbe, ne obstaja, zato mora vsaka posamezna družba ustvariti svoj sistem nagrajevanja oziroma motiviranja uprav. Učinkovit sistem vodenja in upravljanja mora zagotavljati predvsem (Bajuk, Kostrevec & Podbevšek, 2004):

- preglednost – razgrnitev ustreznih finančnih in operativnih informacij ter postopkov vodenja in nadzora,
- zaščito in omogočanje enakopravnega izvajanja pravic vsem delničarjem družbe,
- oblikovanje nadzornega sveta, ki je strokovno usposobljen za to, da razume in sprejema strategijo, ključne načrte in odločitve podjetja ter neodvisno imenuje upravo družbe, ustrezno nadzira in spremlja rezultate njenega dela in jo, kadar je potrebno, tudi zamenja,

- učinkovito nagrajevanje članov organov (nadzornega sveta in uprave).

Nadzorni svet mora torej v sodelovanju z upravo oblikovati čim bolj uspešen sistem kriterijev za določanje višine prejemov, ki bo najbolj optimalen za upravo in družbo. Družbe morajo hkrati nameniti več pozornosti nadzoru in spremljanju dela uprave ter spremljanju uspešnosti poslovanja gospodarskih družb (Dolinar, Pirc & Podbevšek, 2007, str. 61).

Sestava managerskih plač in nagrad se je v zadnjih dvajsetih letih precej spremenila, opazne pa so tudi precejšnje razlike med državami. Največ novosti uvajajo ZDA, kjer so najbolj razvili programe gibljivih izplačil, to je povezovanja plače z uspešnostjo. Tudi v Evropi se počasi povečuje gibljivi del plač, ki je na začetku devetdesetih znašal nekje od 10 do 30 odstotkov, zdaj pa se giblje med 20 in 60 odstotki. Posebej hitro narašča del negotovinskih izplačil, torej dolgoročnih vzpodbud v okviru kapitalnih planov (delnice in delniške opcije). Razlogi niso le težnje po uravnavanju odnosov med managerji in lastniki, temveč so razlogi tudi spodbudni empirični rezultati (Zupan, 2001, str. 236).

1.5.1 Fiksni prejemki

Fiksni prejemki naj bodo sestavljeni iz denarnih plačil in bonitet, določenih v bruto mesečnem znesku, na katere ne vpliva doseganje določenih poslovnih ciljev. Fiksne prejemke naj pridobi manager zaradi realizacije sprejetih obveznosti po pogodbi s članom uprave ali izvršnim direktorjem, sprejema odgovornosti ter zagotovljene lojalnosti družbi. Obveznost doseganja z letnim poslovnim načrtom določenih poslovnih ciljev naj ne vpliva na prejemanje fiksnih prejemkov, naj pa predstavlja možen razlog za odpoklic.

Fiksni prejemki so navadno določeni na osnovi prejemkov managerjev v podobnih družbah in na podlagi managerjevih značilnosti (znanje, izkušnost, izkoriščanje potencialov, poznavanje dejavnosti ipd.). Pri tem se naj upoštevajo tudi velikost, dejavnost in kompleksnost poslovanja.

V Priporočilih ZČNS (2007) je zapisano, naj znaša višina letnih fiksnih zneskov do 85% višine letnih fiksnih prejemkov predsednika uprave ali glavnega izvršnega direktorja v isti družbi. Pri tem pa naj fiksne bonitete ne presegajo 10% celotnih fiksnih prejemkov.

Razmerje med višinami letnih fiksnih prejemkov naj se določi v odvisnosti od pristojnosti in s tem povezane povečane odgovornosti predsednika uprave ali izvršnega direktorja. Fiksni prejemki naj bodo praviloma v obliki fiksnih denarnih plačil, lahko pa tudi v obliki bonitet, če se tako doseže boljši učinek motivacije in pripadnosti družbi oziroma če je to za člana uprave ali izvršnega direktorja ustrežnejše.

Po Priporočilih ZČNS (2007, str. 10) lahko med fiksne bonitete štejemo:

- nezgodno in življenjsko zavarovanje, razen če je upravičenec do zavarovalnine ali odškodnine družba;
- dodatno zdravstveno zavarovanje;

- dodatno pokojninsko zavarovanje po načrtu, ki velja za ostale zaposlene v družbi;
- službeni avtomobil višjega razreda, tudi za zasebno uporabo;
- managerski zdravstveni pregled enkrat na leto, glede na zdravstveno stanje člana uprave ali izvršnega direktorja lahko tudi dvakrat na leto.

Prejemki za dolgoročno uspešnost naj zagotavljajo učinkovito in uravnoteženo delovanje člana uprave za doseganje rasti družbe, ki je dolgoročno vzdržna. Uspešnost takega delovanja naj se spremlja preko ustvarjene vrednosti za delničarje, izvirajoče iz rednega delovanja družbe.

Ob določanju sistema in višine prejemkov za dolgoročno uspešnost naj nadzorni svet ali upravni odbor upoštevata naravo prejemkov za dolgoročno uspešnost, ki je v tem:

- da dolgoročna uspešnost družbe v trenutku določitve oziroma podelitve prejemka, nadzornemu svetu ali upravnemu odboru še ni poznana;
- da je dolgoročna uspešnost družbe odvisna od sedanje in prihodnje uspešnosti člana;
- da naj prejemki za dolgoročno uspešnost zagotovijo delovanje člana uprave.

Prejemki za dolgoročno uspešnost naj bodo v obliki delnic, opcijskih upravičenj in/ali drugih instrumentov, ki bodo vezali prejemke za dolgoročno uspešnost na gibanje cene delnic. Če se z delnicami družbe ne trguje na organiziranem trgu, se gibanje cene delnic izračuna smiselno na temelju gibanja vrednosti kapitala družbe. Prejemki za dolgoročno uspešnost naj navzgor ne bodo omejeni, vendar pa naj se v instrumente, na podlagi katerih član uprave ali izvršni direktor pridobi pravico do takih prejemkov, vgradi primerne elemente, ki preprečujejo manipulacijo glede gibanja cene delnice.

Priporočila Združenja Manager konkretizirajo višino managerskih prejemkov glede na stopnjo zahtevnosti vodenja družbe (glej Tabelo 1). V spodnji tabeli so prikazani razponi plač glede na osnovno letno bruto plačo.

Tabela 2: Razponi plač po stopnjah zahtevnosti vodenja družbe

Stopnja zahtevnost	Osnovna letna bruto plača v tisoč evrih (razpon)
1	do okvirno 55.000
2	45.000 do okvirno 65.000
3	55.000 do okvirno 85.000
4	65.000 do okvirno 105.000
5	85.000 do okvirno 135.000
6	115.000 do okvirno 150.000
7	zunaj meril

Vir: Priporočila Združenja Manager, 2005, str. 6.

1.5.1.1 Delniške opcije

Delniške opcije oziroma opcije za nakup delnic so upravičenja imetnikov, da v določenem časovnem obdobju od podjetja kupijo delnice podjetja po vnaprej določeni ceni. Ker bodo taki

nakupi smiselni le, če bo tržna cena delnic višja od te cene, delniške opcije pomenijo potencialno nagrado managerjev.

Priporoča se (Priporočila ZČNS, 2007), da član uprave ali izvršni direktor, ki pridobi delnice na podlagi opcijskih upravičenj (opcijski načrt) ali na podlagi delniškega načrta, naj ne bo upravičen prodati tako pridobljenih delnic še najmanj 2 leti po prenehanju mandata, v katerem jih je pridobil. V novem mandatu jih sme odsvojiti le, če v tem mandatu pridobi nove delnice pred odsvojitvijo tistih iz prejšnjega mandata. Prav tako član uprave ali izvršni direktor odvisne družbe praviloma namesto delnic odvisne družbe pridobita delnice družbe, ki to družbo obvladuje.

1.5.2 Variabilni prejemki

Pri nagrajevanju z variabilnim plačilom (bonusi, kapitalni plani) managerji usmerijo svoje aktivnosti k uresničevanju strateških ciljev podjetij, ki so v nenehno spreminjajočem se okolju ključnega pomena za njihovo doseženo uspešnost in doseganje čim večje vrednosti za delničarje. Zato naj bi managerji sprejemali bolj tvegane odločitve, če je njihovo nagrajevanje vezano na doseženo uspešnost podjetja (Prašnikar et al., 1999, str. 274).

Po Priporočilih ZČNS (2007, str. 10-11) naj variabilni prejemki temeljijo na uspešnosti poslovanja družbe in uspešnosti delovanja managementa ter stimulirajo k doseganju višje ravni uspešnosti. Sestavljeni naj bodo iz variabilnih prejemkov za kratkoročno uspešnost in variabilnih prejemkov za dolgoročno uspešnost. Izplačujejo se v obliki denarnih prejemkov in nedenarnih prejemkov. Nedenarni prejemki se izplačujejo v obliki delnic, nakupnih delniških opcij, izvedenih finančnih instrumentov ipd.

V letnem poslovnem načrtu družbe naj bodo jasno določeni cilji, na podlagi katerih naj nadzorni svet ali upravni odbor oblikuje merila za merjenje uspešnosti. Nadzorni svet naj enkrat letno spremlja izpolnjevanje ciljev iz letnega poslovnega načrta družbe in gibanje kazalnikov.

Razmerje med višino variabilnih prejemkov in doseženo stopnjo uspešnosti naj bo čim bolj zvezno. Kratkoročna uspešnost delovanja člana uprave ali izvršnega direktorja naj se spremlja preko kvantitativnih meril in kvalitativnih meril uspešnosti družbe in člana uprave ali izvršnega direktorja.

Za kvantitativna merila naj se uporabijo na primer naslednji kazalniki (Priporočila ZČNS, 2007, str. 11):

- prirast kapitala iz rednega poslovanja družbe in odvisnih družb;
- pozitivni finančni tok;
- prirast kapitala iz finančnih naložb in odvisnih družb;
- povečanje prihodkov iz rednega poslovanja družbe oziroma skupine družb, ob nezmanjšani stopnji dobičkonosnosti prihodkov;

- racionalizacija stroškov;
- povečanje dodane vrednosti na zaposlenega.

Za kvalitativna merila naj se uporabijo na primer naslednji kazalniki (Priporočila ZČNS, 2007, str. 11):

- inputi (raziskave in razvoj, spodbujanje inovacij, usposabljanje zaposlenih, ipd.);
- procesi (obvladovanje tveganj, vodenje, kakovost dela in produktivnost, odnosi z javnostmi, odnosi z investitorji ipd.);
- nefinančni rezultati (zadovoljstvo zaposlenih, zadovoljstvo in stalnost strank, ugled podjetja);
- ocene (družbena odgovornost, etičnost, ekologija ipd.).

Zgornja merila so dokaz, da priporočila za nagrajevanje managerjev pogosto pišejo strokovnjaki z drugih področij, ne pa s področja računovodstva, ki postavke nagrajevanja managerjev najboljše poznajo. Primer tega je uporaba kazalnika prirasti kapitala iz rednega poslovanja odvisnih družb, saj je v tem primeru bolj smiselno uporabiti prirast kapitala v konsolidirani bilanci stanja.

Rezultati analize Bajuka in ostalih (2004) so pokazali, da so plače (kljub že več let uveljavljenim priporočilom Združenja Manager in Združenja članov nadzornih svetov) v pretežni meri fiksne in je le manjši del (okoli 15 odstotkov) variabilen. V absolutnem in realnem smislu pa plače naraščajo.

1.5.3 Izredne nagrade in udeležba na dobičku

V primeru, da družba še ni imela potrjenega načrta nagrajevanja uprave ali izvršnih direktorjev za dolgoročno uspešnost družbe v obliki delniškega, opcijskega ali podobnega načrta, in nadzorni svet in uprava oziroma upravni odbor in izvršni direktorji utemeljeno menijo, da vsi ali nekateri člani uprave oziroma vsi ali nekateri izvršni direktorji na podlagi obstoječega sistema nagrajevanja niso bili in ne bodo zadostno nagrajeni za rezultate, lahko ti predlagajo skupščini delničarjev, da sprejmejo sklep o udeležbi pri dobičku ali drugačno izredno nagrado za člane uprave oziroma izvršne direktorje.

O predlogu sklepa skupščine o uporabi bilančnega dobička, ki predvidi udeležbo na dobičku ali nagrado upravi ali izvršnim direktorjem, naj se na skupščini glasuje šele potem, ko so skupščini čim pravilneje in čim bolj popolno predstavljeni poslovni rezultati družbe, poslovno poročilo ter vsi prejemki in vsa upravičenja posameznega člana uprave ali izvršnega direktorja, do katerih je upravičen na podlagi pogodbenega razmerja z družbo. Sklep o uporabi bilančnega dobička naj vsebuje elemente, na podlagi katerih je mogoče določiti, kolikšen del udeležbe pri dobičku pripada posameznemu članu uprave ali izvršnemu direktorju.

V primeru določitve udeležbe pri dobičku po tem poglavju naj se izplačilo udeležbe pri dobičku določi 50% v obliki denarnih prejemkov in 50% v delnicah, pri čemer mora sklep

skupščine vsebovati ceno delnice, po kateri se izračuna število članu uprave ali izvršnemu direktorju pripadajočih delnic.

Vendar pa bi morale dobre managerske pogodbe vsebovati čim manj nepredvidljivih elementov, kot je na primer izredno nagrajevanje, saj slednje ne služijo kot mehanizem motiviranja managerjev.

1.5.4 Nadomestila in povračila stroškov

Član uprave ali izvršni direktor naj bo upravičen do povračila razumnih stroškov in ustreznih nadomestil, kot bi pripadali zaposlenim v družbi. Vrsta nadomestil in povračil stroškov ter njihova višina ali način določanja višine naj bodo določeni v pogodbi s članom uprave ali izvršnim direktorjem. Član uprave ali izvršni direktor naj ne bo upravičen do drugih prejemkov na podlagi Zakona o delovnih razmerjih in kolektivnih pogodb, ki veljajo za zaposlene, kot so: dodatki za stalnost in delovno dobo, dodatki za posebne obremenitve, plačilo nadurnega dela in drugi dodatki, regres ipd.

1.5.5 Zavarovanje odgovornosti

Priporoča se (Priporočila ZČNS, 2007), naj družba uredi zavarovanje odškodninske odgovornosti v zvezi z opravljanjem nalog članov uprave ali izvršnih direktorjev družbe, tako da zavaruje interese družbe, zlasti s stališča upravljanja s tveganji družbe.

1.6 Vloga nadzornega sveta pri nagrajevanju

Pristojnost nadzornega sveta je poleg imenovanja uprave tudi njeno nagrajevanje. Tako je določeno v ZGD-1 in izrecno takšno ureditev povzema tudi Kodeks upravljanja javnih delniških družb, ki pravi, da plačila, povračila in druge ugodnosti članov uprave določi nadzorni svet. Pomembno vlogo pri vpeljevanju sodobnih sistemov nagrajevanja uprave in pri spremljanju uspešnosti uprave imajo (oziroma bi morali imeti) zato prav nadzorni sveti ali posebne komisije nadzornih svetov (komisije za nagrajevanje ali kadrovske komisije), ki nosijo odgovornost za ustrezno motiviranje uprave (Dolinar, Pirc & Podbevšek, 2007, str. 18).

Glavna slabost delovanja nadzornih svetov in pogosto tudi komisij za nagrajevanje v praksi je v tem, da razmeroma slabo spremljajo uspešnost uprav oziroma njihovih posameznih članov. Hkrati se kriteriji uspešnosti večinoma nanašajo le na ekonomsko finančna merila (dobiček ali donosnost, tržna vrednost delnic, ekonomska dodana vrednost, denarni tok iz poslovanja) in zanemarjajo druga, nefinančna merila (vlaganje v kadre in razvoj, zadovoljstvo kupcev, rast tržnega deleža, inovacije, izboljšave procesov).

Nadzorni svet mora poskrbeti za vzpostavitev ustreznih mehanizmov nagrajevanja in ustrezne pogodbe s člani uprave. Po sklenitvi pogodbe pa se obveznosti članov nadzornih svetov ne končajo. Nadzorni sveti morajo sproti spremljati tudi uspešnost delovanja članov uprave. Seveda sprotno vrednotenje uspešnosti članov uprave ni možno, je pa treba to zagotoviti čim bolj pogosto. Vsaj enkrat na leto bi moral vsak nadzorni svet na seji brez navzočnosti uprave

formalno oceniti uspešnost posameznih članov uprave in opredeliti konkretno višino variabilnega dela plačila v skladu s kriteriji v pogodbi, kar določa Kodeks (Bajuk, Kostrevc & Podbevšek, 2004, str. 18).

2. ANALIZA PREJEMKOV UPRAV JAVNIH DRUŽB V SLOVENIJI V OBDOBJU 2002 – 2006

V tem delu bom s pomočjo ekonometrične analize preverila vpliv izbranih dejavnikov na prejemke managerjih v slovenskih borznih podjetjih. V začetku bom predstavila nekaj raziskav, ki so že bile narejene v preteklosti, nato pa bom predstavila metode in rezultate raziskave, ki sem jo naredila.

2.1 Predhodne raziskave

V Sloveniji pred letom 2002 nismo imeli na voljo nobenih javno objavljenih podatkov o prejemkih članov uprav, zato empirične študije niso bile mogoče ali pa so bile odvisne od izpolnjenih anketnih vprašalnikov, ki pa so mnogo manj zanesljivi od revidiranih informacij. S prevzemom t. i. bilančne direktive EU o ureditvi kapitalskih družb v zakon o gospodarskih družbah smo za leto 2002 prvič dobili javne podatke o skupnih prejemkih uprav, ki jih je mogoče analizirati (Gregorič, Rejc & Slapničar, 2004, str. 1).

Prašnikar in drugi (1999) so v raziskavi, v katero je bilo zajetih 70 slovenskih podjetij, ki po velikosti kapitala spadajo med večja slovenska podjetja, preučili preference nagrajevanja managerjev. Zanimivi so tudi izsledki raziskave, ki je preučevala naklonjenost generalnih direktorjev do bolj tveganih (gibljivih oblik nagrajevanja). V splošnem so managerji tem oblikam sicer naklonjeni, zato toliko bolj preseneča, da jih v praksi ne uveljavljajo. Analiza tudi pokaže, da so v podjetjih, kjer imajo najvišja razmerja med plačami, gibljivim oblikam manj naklonjeni. Avtorji ponujajo razlago, da so si nekateri slovenski direktorji v preteklosti priborili take visoke osnovne plače, da bi se pri nagrajevanju z gibljivimi oblikami njihovi zaslužki znižali (Zupan, 2001, str. 236).

Gregoričeva, Rejčeva in Slapničarjeva (2004) so analizirale prejemke uprav v slovenskih borznih podjetjih. V analizo so bila vključena vsa nefinančna borzna podjetja, ki so kotirala na Ljubljanski borzi leta 2002. Na podlagi podatkov so analizirale prejemke uprav glede na njihovo sestavo (plače in nagrade). Preučile so tudi vpliv klasičnih dejavnikov (velikost in uspešnost podjetja) in nekatere druge izbrane dejavnike (delež izvoza, povprečna plača zaposlenih) na nagrajevanje v Sloveniji. Posebej so analizirale tudi lastništvo in število let na položaju kot dejavnika nagrajevanja managerjev. Rezultati kažejo, da sta velikost (merjena s prihodki od prodaje) in dobičkonosnost kapitala dejavnika, ki pozitivno vplivata na velikost prejemkov managerjev. Z velikostjo podjetja in uspešnostjo poslovanja je bilo pojasnjeno približno polovico variabilnosti v nagradah članov uprav skupaj. Za vsak odstotek povečanja prihodkov so se prejemki uprave povečali za 0,15%. Dobičkonosnost kapitala je imela šibkejši vpliv.

Združenje članov nadzornih svetov (Bajuk, Kostrevec & Podbevšek, 2004) je založilo raziskavo o nagrajevanju članov uprav in nadzornih svetov. Naslov raziskave je bil Mednarodna analiza upravljanja gospodarskih družb s poudarkom na nagrajevanju članov uprav in nadzornih svetov. Jedro analize je tvorila analiza dejanskih razmer in prakse na področju nagrajevanja članov uprav in nadzornih svetov delniških družb v Sloveniji, analiza nagrajevanja v izbranih evropskih državah ter primerjava razlik in podobnosti med slovensko in tujo raziskavo. Posebej so analizirali tudi trende nagrajevanja v Evropi in Sloveniji (Dolinar, Pirc, Podbevšek, 2007, str. 19). Raziskava je pokazala, da so kljub večletnem uveljavljanju priporočil plače managerjev v Sloveniji še vedno v veliki meri fiksne. Variabilni delež pa je v primerjavi z managerji iz drugih evropskih držav izraziteje manjši.

Dolinar, Pirc in Podbevšek (2007) so v okviru Združenja članov nadzornih svetov raziskali stroške upravljanja slovenskih javnih delniških družb v letih 2005 in 2006. Namen raziskave je bil omogočiti čim bolj realen vpogled v kvaliteto sistemov upravljanja slovenskih javnih delniških družb. V raziskavo je bilo vključenih 72 javnih delniških družb, ki kotirajo na Ljubljanski borzi. Podatke so zbirali javno, zato so bile v raziskavo vključene samo družbe, pri katerih je bilo mogoče zbrati podatke o prejemkih uprave in nadzornega sveta na podlagi javno dostopnih informacij. Opravili so klasično strukturiranje prejemkov članov uprav in nadzornih svetov glede na funkcijo, ki jo opravljajo, kotacijo, dejavnost družbe in velikost družb. Poleg tega so podatke o prejemkih članov organov družbe obdelali tudi glede na čisti poslovni rezultat družb in ustvarjeno delničarsko vrednost družb, kar je omogočalo kvalitativno primerjanje sistemov nagrajevanja v posameznih družbah. Rezultati analize so pokazali, da je stanje o razkrivanju politike prejemkov slabo. Za investitorje pa je koristneje, če poznajo način, kako se prejemki in njihova višina za posameznega člana uprave določijo, kot pa če poznajo zgolj znesek prejemkov, saj le na ta način lahko dobijo informacijo, ali se prejemki ob slabem poslovanju družbe ustrezno znižajo, da po nepotrebnem ne obremenjujejo finančnega položaja družbe.

2.2 Namen raziskave

Nagrajevanje managerjev je za upravljanje gospodarskih družb zelo pomembno. Hkrati pa je nagrajevanje managerjev zelo aktualna in popularna tema, ki jo širša javnost z zanimanjem spremlja. Večina do sedaj narejenih empiričnih študij temelji na podatkih o nagradah članov uprav anglosaksonskih gospodarstev, predvsem Velike Britanije in ZDA. O nagrajevanju v tako imenovanih tranzicijskih državah pa je malo znanega. Zato je moj namen raziskave omogočiti vpogled v strukturo sistemov upravljanja slovenskih javnih delniških družb in določiti ključne dejavnike, ki vplivajo na višino plač in nagrad managerjev v Sloveniji. Do sedaj objavljene študije so obravnavale nagrajevanje managerjev le za krajše obdobje, s to raziskavo pa želim analizirati prejemke managerjev za daljše časovno obdobje.

2.3 Hipoteze in raziskovalni model

Ob upoštevanju Priporočil ZČNS (2007), Priporočil Združenja Manager (2005) za nagrajevanje managerjev in pregledu literature s področja nagrajevanja, sem razvila vrsto hipotez potencialnih determinant prejemkov managerjev.

Študije o nagrajevanju članov uprav so si enotne predvsem v ugotovitvi klasičnih dejavnikov nagrajevanja. Velikost nagrad managerjev je odvisna od velikosti podjetja, ki ponazarja kompleksnost organizacije, večjo težavnost upravljanja, več potrebnega strokovnega znanja in odgovornosti, kar ustvarja zahtevo po višjih nagradah. Velika podjetja imajo načeloma tudi večje denarne tokove, več dobička v absolutnem znesku in zato za izplačevanje višjih nagrad obstajajo večji viri (Gregorič, Rejc & Slapničar, 2004, str. 4-5).

Povezava med velikostjo družbe in prejemki managerjev ni presenetljiva in ima mnogo logičnih pojasnil. Številni avtorji so ugotavljali, da bi morali biti prejemki uprav večji v večjih družbah, saj imajo te več ravni managementa. Pri tem je tudi pomembno, da so raziskave pokazale, da se prejemki managementa med dvema ravnema razlikujejo med 30 in 40 odstotki (Gomez-Mejia, Tosi & Hinkin, 1987, str. 51-52).

Jensen, Murphy in Wruck (2004) ugotavljajo, da je velikost podjetja tradicionalno merjena s prihodki podjetja, vendar je kljub temu v uporabi tržna kapitalizacija. Velikost prejemkov kot raziskovalni instrument določno oblikuje in okrepi opazovano korelacijo med prejemki menedžerjev in velikostjo družbe.

H₁: Prejemki managerjev so pozitivno povezani z velikostjo podjetja – večje kot je podjetje, večji so prejemki managerjev.

Kot dejavnik nagrajevanja je pomembna tudi uspešnost podjetja. Študije odkrivajo, da so nagrade pogostejše kot s tržno donosnostjo povezane z računovodsko dobičkonosnostjo (kapitala in sredstev). Tržni in računovodski kazalci uspešnosti sicer imajo svoje slabosti, ker pa lastniki ne morejo opazovati, koliko truda vlagajo managerji pri svojem delu, so tudi finančni kazalci »z napako«, ki poročajo zgolj o rezultatih, dovolj informativni in se uporabljajo v pogodbah o nagrajevanju (Gregorič, Rejc & Slapničar, 2004).

H₂: Prejemki uprav so pozitivno povezani z uspešnostjo podjetja – bolj kot uspešno posluje podjetje, večji so prejemki managerjev.

Cilj analize je povečati pojasnjenost nagrad z dodatnimi dejavniki, zato sem poleg klasičnih dejavnikov vključila še spremenljivko koncentracije lastništva. Gregoričeva (2003) ugotavlja, da večino podjetij v celinski Evropi danes obvladuje večinski lastnik (tako imenovani notranji sistem), medtem ko podjetja na razvitih trgih Velike Britanije in ZDA obvladujejo razpršeni lastniki (tako imenovani zunanji sistem). V večini tranzicijskih držav si prvi največji delničar v povprečju lasti več kot polovico kapitala. Večja kot je razpršenost lastništva, večji je

problem agentov: predstavniki nadzornega sveta so manj povezani z lastniki in že med lastniki in predstavniki v nadzornem svetu lahko pride do različnih interesov. Lastniki, ki imajo manjši lastniški delež, prevzemajo manj aktivno vlogo v dragem in napornem nadzoru. Nasprotno pa morajo pri koncentriranem lastništvu, kjer so lastniki podjetja maloštevilni z velikimi in manj likvidnimi lastniškimi deleži, prevzeti bolj aktivno vlogo v nadzoru. S tem so povezana tudi pogajanja o plačah: številne študije kažejo, da bolj koncentrirano lastništvo pomeni manjše plače, ki si jih managerji lahko izpogajajo zgolj zaradi šibke vloge lastnikov (Slapničar, Polanec & Gregorič, 2008).

H₃: Koncentracija lastništva negativno vpliva na prejemke managerjev. Večja kot je koncentracija lastništva, manjši so prejemki managerjev.

Celotna analiza tako vključuje tri ključne dejavnike, ki vplivajo na velikost prejemkov managerjev: velikost podjetja, uspešnost podjetja in koncentracije lastništva. Model je prikazan spodaj:

$$\ln skprej = \beta_0 + \beta_1 \times \ln velikost + \beta_2 \times uspešnost - \beta_3 \times lastništvo + \varepsilon \quad (1)$$

2.3.1 Opis spremenljivk

Skupni prejemki uprave (*lnskprej*) so naravni logaritem vseh plačil, danih upravi za opravljanje dela v enem letu. V skupne prejemke so všeti fiksni prejemki, variabilni prejemki in drugi prejemki (bonitete in odpravnine) ne glede na to, ali so bili ti prejemki v denarju ali drugih koristih. Med fiksne prejemke štejemo bruto plače, regres za letni dopust, odpravnine, bonitete in vse druge prejemke. Med nagrade štejemo nagrade za uspešnost podjetja in udeležbo pri dobičku. V modelu skupni prejemki predstavljajo odvisno spremenljivko.

Ker podjetja v celotnem proučevanem obdobju niso prikazovala prejemkov managerjev po posameznih vrstah, sem za odvisno spremenljivko vzela povprečni skupni prejemek, ki sem ga dobila tako, da sem skupne prejemke članov uprave podjetja delila s številom članov uprav v določenem letu. To zanašanje na agregatne podatke naj ne bi povzročilo večjih odstopanj, saj razlike med prejemki posameznih članov uprave niso velike. V povprečju imajo podjetja v vzorcu v upravi 2,2 člana.

2.3.1.1 Velikost družbe

Velikost družbe v modelu pojasnjujejo tri spremenljivke: prihodki, sredstva in število zaposlenih. Prihodki (*lnprihodki*) so naravni logaritem prihodkov iz poslovanja posamezne družbe, ki so bili prikazani v izkazu poslovnega izida. Sredstva (*lnsredstva*) so naravni logaritem sredstev posamezne družbe, ki so bila prikazana v bilanci stanja. Zaposleni (*lnzaposleni*) so naravni logaritem števila zaposlenih v družbi v posameznem letu.

2.3.1.2 Uspešnost družbe

Kot ugotavljajo Gomez-Mejila in drugi (1997), preverjanje napačnih kriterijev uspešnosti lahko zmanjša občutljivost mehanizmov kriterijev. Zato sem uporabila najbolj sumarne in najbolj splošne kriterije uspešnosti.

ROA je merilo uspešnosti, izračunano kot razmerje med čistim dobičkom in sredstvi. Pokaže nam, kako uspešno je poslovodstvo pri upravljanju sredstev. Pove, koliko dobička podjetje zasluži z obstoječimi sredstvi.

ROE je merilo uspešnosti, izračunano kot razmerje med čistim dobičkom in kapitalom. Dobičkonosnost kapitala je s stališča lastnikov najpomembnejši in eden najpogostejše uporabljenih kazalnikov. Pojasnjuje, kako uspešno poslovodstvo upravlja s premoženjem lastnikov. Predstavlja, kakšen odstotek čistega dobička pripada lastnikom glede na njihov delež v lastništvu. Dobičkonosnost kapitala je mogoče (z rezerviranostjo) primerjati z zahtevano donosnostjo kapitala: lastniki za svojo udeležbo pri financiranju podjetja zahtevajo določen donos, prilagojen za tveganje. Če poslovodstvo ne zmore zagotavljati zahtevanega donosa, potem ne uresničuje cilja lastnikov. Na podlagi kazalnika lahko lastniki ocenjujejo uspešnost menedžmenta, zato je primeren za pojasnjevanje velikosti prejemkov uprave.

2.3.1.3 Lastništvo

Koncentracija lastništva (*Herfindahl*) je prikazana z izračunom Herfindahlovega indeksa treh največjih lastnikov. V kolikor koncentracija lastništva pozitivno vpliva na prejemke uprav, to pomeni, da so v podjetjih z bolj koncentriranimi lastniškimi deleži prejemki večji in obratno.

Herfindahlov indeks (H) je merilo velikosti podjetja v povezavi s panogo in je indikator konkurence med podjetji v panogi. Lahko ga uporabljamo tudi kot indikator koncentracije lastništva. Herfindahlov indeks je definiran kot vsota kvadratov deležev lastnikov posameznega podjetja.

Herfindahlov indeks izračunamo po naslednji formuli:

$$H = \sum_{i=1}^n s_i^2, \quad (2)$$

kjer je s_i delež lastnika i podjetja in je n število lastnikov, katerih koncentracijo preučujemo. Tako lahko sklepamo, da je pri treh največjih lastnikih z lastniškimi deleži 30%, 20% in 10% Herfindahlov indeks enak $0,30^2 + 0,20^2 + 0,10^2 = 0,14$.

2.4 Opredelitev vzorca

Analiza zajema prejemke uprav javnih delniških družb v obdobju od leta 2002 do leta 2006. V času zbiranja podatkov podatki za leto 2007 še niso bili na voljo.

Rezultati analize temeljijo na podatkih iz javno dostopnih letnih poročil družb. Za vir podatkov so služila letna poročila v obliki, ki jih družbe objavljajo na svojih spletnih straneh, na spletnih straneh Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence (AJPES), preko sistema obveščanja Ljubljanske borze (SEONET) in poslovnega spleta Gvin.com. Glavni vir podatkov so bila javno objavljena letna poročila družb. Družbe so namreč v skladu z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP-1-UPB2) dolžne svoja letna poročila objavljati.

V to analizo je zajetih 50 slovenskih javnih delniških družb od skupno 81, ki so imele na dan 31. 12. 2007 svoje delnice uvrščene v enega izmed treh segmentov organiziranega trga vrednostnih papirjev Ljubljanske borze. Vključene so vse družbe iz borzne in prve kotacije, izključene pa so bile nekatere družbe s prostega trga - različne investicijske družbe, ki delujejo kot investicijski skladi in nimajo enakih stroškov pri poslovanju kot ostale družbe.

Zbiranje podatkov je bilo precej oteženo, saj ima vsaka družba svoj način izdelovanja in obliko letnih poročil. Prav tako pa nobena izmed preučevanih družb dosledno ne upošteva Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, ki se nanašajo na razkrivanje prejemkov uprave. Podatki so bili v različnih oblikah, zato je bila njihova obdelava dolgotrajna. Različne podatke je bilo namreč potrebno obdelati in jih spraviti v obliko, v kateri jih je medsebojno možno primerjati.

Tabela 3: Javne družbe, vključene v analizo

Aerodrom Ljubljana	Goriške opekarne	Lesnina	Sava
Alpetour potovalna agencija	Helios	Liz-inženiring	Slovenijales
Alpos	Hidrotehnik	Luka Koper	Swaty
Autocommerce (ACH)	IMP Klimat	Melamin	Tekstina
Cetis	Inles	Mercator	Telekom Slovenije
Cinkarna Celje	Intereuropa	Merkur	Terme Čatež
Delo prodaja	Intertrade ITA	MIP	Tosama
DZS	Iskra avtoelektrika	Mlinotest	Velana
Elmo	Istrabenz	Nama	Zdravilišče Rogaška
Etol	Jadran	Niko Železniki	Železarna Ravne - Monter Dravograd
Etra 33	Juteks	Petrol	Žito
Gorenje	Košaki TMI	Pivovarna Laško	
Gorenjski tisk	Krka	Plama-pur Podgrad	

Vir: Ljubljanska borza, lasten izbor na podlagi kriterijev.

2.5 Opis uporabljenih metod

2.5.1 Regresijski model

Obstajajo tri vrste podatkov, ki so raziskovalcem na razpolago v empiričnih študijah: časovna serija, presečni in panelni podatki. V časovni seriji podatkov lahko opazujemo vrednosti ene ali več spremenljivk v določenem časovnem obdobju. V primeru presečnih podatkov lahko opazujemo vrednosti ene ali več spremenljivk za večje število opazovanih enot v točno

določenem časovnem trenutku. V primeru panelnih podatkov pa je ista presečna enota opazovana v določenem časovnem obdobju, kar pomeni, da lahko govorimo o prostorski in časovni dimenziji panelnih podatkov (Gujarati, 2003, str. 636).

Pri analizi panelnih podatkov sta na razpolago dve možnosti: model s stalnimi učinki (FEM – angl. *fixed effects model*) in model s slučajnimi učinki (REM – angl. *random effects model*). Kot pomoč pri odločitvi pomaga Hausmanov test specifikacije modela. Test predpostavlja, da med FEM in REM ni bistvenih razlik. Ničelna domneva pomeni, da so individualni učinki nepovezani s pojasnjevalnimi spremenljivkami. Če torej test odkrije značilno razliko, lahko zavrnilo ničelno domnevo in sprejmemo sklep, da model s slučajnimi učinki ni primeren za analizo. V mojem primeru je Hausmanov test pokazal, da je primeren model s stalnimi učinki. Model s stalnimi učinki lahko izberemo tudi v primeru, ko imamo veliko število presečnih enot in vzorec zajema pretežen del celotne populacije.

FEM lahko zapišem v splošni obliki za vrednost odvisne spremenljivke za i -to enoto v času t , y_{it} , ki je odvisna od K eksogenih spremenljivk $(x_{1it}, \dots, x_{Kit}) = x_{it}$. Vključuje torej spremenljivke, ki se razlikujejo med presečnimi enotami v določenem časovnem trenutku in se spreminjajo skozi čas, na primer dobiček podjetja, njegovi prihodki, kot tudi spremenljivke, ki so specifične za i -to enoto in ostanejo bolj ali manj nespremenjene v času, na primer sposobnost in druge osebne značilnosti posameznega menedžerja v podjetju.

$$y_{it} = x_{it}\beta' + c_i + u_{it} + \lambda_t \quad \begin{matrix} i = 1, \dots, N \\ t = 1, 2, \dots, T \end{matrix} \quad (3)$$

β_i je vektor konstant, c_i predstavlja učinke manjkajočih spremenljivk, značilne za posamezno enoto, ki se ne spreminja v času. Če je opazovalna enota podjetje, potem c_i vključuje na primer strukturo in kvaliteto menedžmenta posameznega podjetja, ki ga lahko obravnavamo kot približno nespremenjenega v obravnavanem časovnem obdobju, λ_t pa izpuščene časovne učinke, ki so specifični za posamezno obdobje, vendar konstanti za vse enote. u_{it} predstavlja učinke izpuščenih spremenljivk, ki so značilni za posamezne enote in čas (Hsiao, 2003, str. 30).

2.6 Opisni rezultati

Višino prejemkov sem ugotavljala po povprečnih prejemkih članov uprav, saj podatki niso omogočali členjenja vsote prejemkov po posameznem članu uprave oziroma po predsedniku uprave in ostalih članov uprave.

Tabela 4: Povprečni stroški vodenja družb po letih od 2002 do 2006 v EUR

Leto	2002	2003	2004	2005	2006
Povprečni stroški vodenja družb	328.616	338.955	334.957	400.004	362.626
Povprečni stroški vodenja družb (v stalnih cenah 2006)	375.936	368.443	388.278	410.004	362.626

Vir: Letna poročila podjetij v vzorcu, 2002-2006, lastni izračuni.

Povprečni strošek vodenja družbe se je v letu 2006 glede na leto 2002 povečal za 10,49%, vendar je njihova vrednost skozi leta nihala. Največji so bili v letu 2005, ko so znašali 400.004 EUR. Razlog bi lahko našli v večjem številu zamenjav managerjev, predvsem v podjetjih, v katerih ima država velik delež, saj je v letu 2004 po volitvah prišlo do sprememb v upravljanju države.

Največje skupne stroške vodenja družbe je v vsem preučevanem obdobju imela Krka, le v letu 2005 je največje skupne stroške vodenja družbe imel Mercator, kar je posledica odpravnine razrešenemu predsedniku uprave Zoranu Jankoviću .

V kolikor pogledamo povprečne skupne prejemke menedžerjev glede na stalne cene leta 2006, opazimo v preučevanem obdobju trend naraščanja. Izjema je le leto 2006, v katerem so povprečni stroški vodenja nekoliko nižji od preostalih let v preučevanem obdobju.

Povprečni letni bruto prejemek posameznega člana uprave predstavlja seštevek vseh letnih bruto prejemkov članov uprave posameznega leta, deljen na število članov uprave. Ker so letni prejemki navedeni v bruto znesku, to ne pomeni, da je oseba ta znesek dejansko tudi prejela, pač pa gre za strošek upravljanja in vodenja, ki bremeni družbo.

Tabela 5: Povprečni letni bruto prejemki na posameznega člana uprave v obdobju 2002 – 2006

Leto	2002	2003	2004	2005	2006
Povprečni letni bruto prejemki na posameznega člana uprave	126.344	128.632	144.636	153.393	153.499
Povprečni letni bruto prejemki na posameznega člana uprave (v stalnih cenah 2006)	144.538	139.823	151.868	157.227	153.499

Vir: Letna poročila podjetij v vzorcu, 2002-2006, lastni izračuni.

Povprečni letni bruto prejemki člana uprave so se v letu 2006 glede na leto 2002 povečali za 21,49% in so se skozi proučevano obdobje povečevali. V kolikor povprečne letne bruto prejemke na posameznega člana uprave v stalnih cenah leta 2006 primerjamo med posameznimi leti v preučevanem obdobju, lahko ugotovimo, da ti skozi obdobje naraščajo. Trend naraščanja je zaslediti tudi v prihodnosti.

2.6.1 Struktura prejemkov

Podatki o gibljivem delu managerskih plač so za slovenska podjetja precej skromnejši, saj je več raziskav pokazalo, da delež plačil po uspešnosti znaša komaj deset odstotkov, pa še to so pretežno kratkoročna gotovinska izplačila.

Pri iskanju podatkov o strukturi prejemkov članov uprav sem imela nemalo težav, saj še vedno veliko družb teh ne razkriva oziroma jih razkriva le v skupnem znesku. Menim, da je še vedno prisoten problem transparentnosti, družbe pa ne upoštevajo Kodeksa.

Na podlagi podatkov ugotavljam, da je v letu 2002 le 44 družb, v letu 2003 22 družb, v letu 2004 32 družb, v letu 2005 32 družb in v letu 2006 34 družb objavilo strukturo prejemkov uprav. To dokazuje, da vedno več podjetij objavlja strukture prejemkov uprav. Morda je to posledica strožjih pravil Ljubljanske borze, d. d.

V letu 2002 je v samo fiksnem znesku nagrajevalo svoje uprave 16 družb, v letu 2003 10 družb, v letu 2004 8 družb, v letu 2005 7 družb in v letu 2006 14 družb. V variabilnem znesku je v letu 2002 nagrajevalo 18 družb, v letu 2003 12 družb, v letu 2004 24 družb, v letu 2005 25 družb in v letu 2006 20 družb. Iz tega lahko sklepamo, da število družb, ki nagrajujejo uprave samo v stalnem znesku, upada. Pozitivno pa je spoznanje, da število družb, ki nagrajujejo svoje uprave z variabilnimi prejemki in te tudi razkrijejo v svojih letnih poročilih, narašča.

V spodnji tabeli so prikazani povprečni variabilni prejemki in povprečni deleži variabilnih prejemkov v skupnih prejemkih menedžerjev glede na posamezno leto v preučevanem obdobju.

Tabela 6: Višina povprečnih variabilnih prejemkov in deleži variabilnih prejemkov v skupnih prejemkih managerjev po posameznih letih in za celotno obdobje

Leto	2002	2003	2004	2005	2006	celotno obdobje
Višina povprečnih variabilnih prejemkov (v EUR)	11.601	17.188	23.959	27.324	14.296	18.756
Povprečni delež variabilnih prejemkov (v odstotkih)	17,74	31,51	9,50	20,38	16,99	19,22

Vir: Letna poročila podjetij v vzorcu, 2002-2006, lastni izračuni.

Iz tabele je razvidno, da se višina povprečnih variabilnih prejemkov skozi preučevano obdobje spreminja. Menim, da je to posledica majhnega števila podjetij, ki razkrivajo strukturo managerskih prejemkov oziroma nagrajujejo managerje z variabilnim delom. Skozi celotno proučevano obdobje se spreminja tudi povprečni delež variabilnih prejemkov. V celotnem obdobju variabilni del predstavlja 19,22 odstotka celotnih prejemkov managerjev, kar kaže na večanje variabilnega dela v celotnih prejemkih managerja, saj se je v predhodnih raziskavah gibal okrog 15 odstotkov. To je lahko posledica dejstva, da se podjetja približujejo Priporočilom ZČNS, ki predlagajo 25% variabilni del v skupnih prejemkih managerjev.

2.6.2 Rezultati analize regresijskega modela

2.6.2.1 Opisne statistike

V spodnji tabeli so skupaj z glavnimi spremenljivkami predstavljene še nekatere druge spremenljivke opazovanega vzorca. Povprečni skupni prejemki so v proučevanem obdobju na posameznega člana uprave znašali 86.669,03 EUR, polovica članov uprav podjetij v vzorcu pa ima nižje povprečne skupne prejemke od povprečja. Podjetja imajo v povprečju 744,60 zaposlenih, polovica podjetij v vzorcu pa samo 290. Trije največji delničarji v podjetju imajo v povprečju večino glasovalnih pravic (50,59 odstotkov), medtem ko v skoraj polovici podjetij v vzorcu največji delničar nima upravljalvske moči (po sedanji zakonodaji je opredeljena upravljalvska moč z več kot 25 odstotki glasovalnih pravic). Iz tega lahko v nadaljnje sklepamo, da je v Sloveniji upravljalvska moč močnejši vir nagrajevanja managerjev kot samo lastništvo. Povprečni kazalec ROA znaša 3,13%, kazalec ROE pa 5,14%, kar kaže na skromno finančno uspešnost celotnega vzorca podjetij.

Tabela 7: Opisne statistike za vzorec podjetij v obdobju 2002-2006

Spremenljivka	Povprečje	Mediana	Standardni odklon
Povprečni skupni prejemki v EUR	86.699,03	49.724,00	101.516,90
Število članov v upravi	2,20	2,00	1,45
Sredstva v EUR	154.105,2	42.489,04	259.394,5
Prihodki v EUR	114.472,7	249.89,71	270.063,2
Zaposleni	745	290	1.436,46
ROA (v %)	3,13	2,49	5,23
ROE (v %)	5,14	4,53	11,94
Herfindahlov indeks (v %)	0,13	0,08	0,14
Največji lastnik (delež v %, popravljeno za lastne delnice)	26,89	22,13	15,81
Največji trije lastniki (delež v %, popravljeno za lastne delnice)	50,59	46,91	15,97

Vir: Letna poročila podjetij v vzorcu, 2002-2006, lastni izračuni.

2.6.2.2 Modeli

Glede na hipoteze sem v modelih preverila veljavnost hipotez z različnimi alteracijami neodvisnih spremenljivk, saj jih zaradi multikolinearnosti nisem mogla uporabiti hkrati. Kot rečeno, je Hausmanov test odkril značilno razliko med individualnimi učinki in pojasnjevalnimi spremenljivkami. Posledično lahko s tem zavrremo ničelno domnevo in sprejmemo sklep, da so za analizo primerni modeli s stalnimi učinki. Rezultati so predstavljeni v spodnji tabeli.

Tabela 8: Ocene regresijskih koeficientov vpliva določenih spremenljivk na povprečne skupne prejeme managerjev v obdobju 2002-2006 z modelom s stalnimi učinki

Spremenljivka	1. model	2. model	3. model	4. model	5. model	6. model
ln (sredstva)	0,4850184 (3,79)***			0,4941823 (3,86)**		
ln (prihodki)		0,2168382 (2,11)**			0,1791085 (1,76)**	
ln (zaposleni)			0,2331808 (2,14)*			0,2363626 (2,15)*
ROA	0,8408485 (1,13)*	1,367963 (1,75)***	0,9905128 (1,30)***			
ROE				0,029427 (0,16)**	0,0251953 (0,13)***	0,007802 (0,04)***
Herfindahl	-0,9339599 (-3,87)***	-0,9311788 (-3,76)*	-0,7542216 (-2,94)**	-0,941727 (-3,89)***	-0,9367561 (-3,75)**	-0,7595191 (-2,94)**
ocena R ²	0,7469	0,3553	0,3190	0,7489	0,3962	0,3607
število opazovanih enot	50	50	50	50	50	50

Opombe: V oklepaju so t-statistike, pri čemer *, **, *** pomenijo statistično značilne razlike 0,01; 0,05 in 0,10 stopnji značilnosti.

Vir: Letna poročila podjetij v vzorcu, 2002-2006, lastni izračuni.

Po pričakovanjih so vse ocene regresijskih koeficientov, ki predstavljajo vpliv velikosti podjetja na višino managerskih prejemkov, pozitivne in večinoma statistično značilne, kar pomeni, da dejavniki velikosti podjetja vplivajo na višino managerskih prejemkov. Povečanje sredstev za 1 odstotek bo povzročilo povečanje managerskih prejemkov v povprečju za več kot 0,56 odstotka, povečanje prihodkov za 1 odstotek bo v povprečju vplivalo na povečanje managerskih prejemkov za okoli 0,25 odstotka in povečanje zaposlenih za 1 odstotek bo v povprečju povečalo managerske prejeme za okoli 0,35 odstotka.

Pomemben dejavnik pri nagrajevanju managerjev v slovenskih borznih podjetjih je po rezultatih analize sodeč tudi uspešnost podjetja. Ocene regresijskih koeficientov, ki predstavljajo vpliv ROE in ROA na višino managerskih prejemkov, so pozitivne in statistično značilne. To je posledica močne povezave med uspešnostjo in višino managerskih prejemkov, saj naj bi bila uspešnost tipičen dejavnik v strukturi prejemkov managerjev v Sloveniji. Priporočila ZČNS (2007) namreč predlagajo 25% variabilni del v skupnih prejemkih managerjev. Rezultati potrjujejo tudi veljavnost predhodnih raziskav.

Analiza je potrdila tudi hipotezo, ki se je nanašala na lastništvo podjetja. Na vzorcu borznih podjetij ugotavljam, da večja koncentracija lastništva (merjena z deleži prvih treh lastnikov oz. tako imenovanim Herfindahlovim indeksom) negativno vpliva na prejeme uprav. To pa pomeni, da je interes za bolj neposreden in učinkovitejši nadzor managerjev večji in pogajanja o plačah strožja.

SKLEP

V prvem delu diplomske naloge sem podala teoretično razlago, zakaj prihaja do navzkrižja interesov med agenti in principalii. Managerji (agenti) bi morali zastopati interese lastnikov (principalov), vendar pa se tu neredko zgodi obratno, saj zasledujejo svoje interese in cilje. Z optimalno pogodbo je mogoče učinkovito rešiti problem, kako naj lastniki podjetij zagotovijo, da bodo managerji zasledovali njihove cilje. Vendar pa pogodba o nagrajevanju ni edini mehanizem nadzora, saj poleg nje obstajajo še možnost odstavitve, neposredni kontinuiran in učinkovit nadzor nadzornega sveta nad delovanjem uprave ter možnost prevzema podjetja kot zunanji mehanizem.

V Sloveniji imamo tri različne akte stanovskih združenj, ki se nanašajo na nagrajevanje managerjev: Kodeks upravljanja javnih delniških družb, Priporočila za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev, ki ga je izdalo Združenje članov nadzornih svetov, in Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah. V preučevanem obdobju so bila ta priporočila v pomoč nadzornemu svetu pri sestavljanju uspešnih managerskih pogodb in so vplivala na dejansko višino plač.

V drugem delu diplomske naloge sem se lotila analize slovenskih podjetij. S pomočjo opisnih spremenljivk sem analizirala skupne prejemke managerjev. Ugotovila sem, da v preučevanem obdobju povprečni stroški upravljanja družb variirajo, medtem ko povprečni letni bruto prejemki na posameznega člana uprave naraščajo. Iz leta 2002 do 2006 so narasli s 126.344 na 153.499 EUR. Problemi so se pojavili pri ugotavljanju strukture prejemkov, saj malo podjetij objavlja oziroma sploh nagrajuje z variabilnim delom. Kljub temu je analiza pokazala, da je variabilni del v povprečju celotnega proučevanega obdobja znašal 19,22 odstotka, kar je več, kot so pokazale podobne raziskave v preteklosti.

V nadaljevanju sem s pomočjo ekonometrične analize, točneje analize s panelnimi podatki, analizirala dejavnike, ki vplivajo na skupne prejemke managerjev v slovenskih podjetjih, ki kotirajo na Ljubljanski borzi. V regresijskem modelu sem preverjala tri ključne dejavnike nagrajevanja managerjev – velikost, uspešnost in lastništvo.

Analiza je pokazala, da so vsi trije dejavniki ključni za pojasnitev skupnih prejemkov članov uprav. Najbolj managerske plače pojasnjujejo velikost podjetja, merjeno s sredstvi, z ROA ali ROE ter Herfindahlov indeks. V teh dveh modelih zgolj ti trije dejavniki pojasnjujejo kar 75% variabilnosti managerskih plač. Če kot indikator velikosti uporabim zaposlene ali prihodke, se pojasnjenost plač več kot prepolovi. Rezultati analize so skladni z rezultati številnih prehodnih študij.

LITERATURA IN VIRI

1. Bajuk, J., Kostrevec D. & Podbevšek G. (2004). *Nagrajevanje uprav in nadzornih organov v EU in Sloveniji*. Ljubljana: Združenje članov nadzornih svetov.
2. Baum, C. F. (2006). *An introduction to modern econometrics using Stata*. Texas: Stata Press.
3. Bebchuck, L. A., Fried, J. M. & Walker, D. I. (2001). Executive compensation in America: optimal contracting or extraction of rents? *NBER Working paper*. Najdeno 15. aprila 2008 na <http://www.nber.org/papers/w8661>.
4. Dolinar, U., Pirc, I. & Podbevšek, G. (2007): *Nagrajevanje uprav in nadzornih svetov v Sloveniji 2005-2006*. Dodatek Obdavčitev prejemkov članov uprav, nadzornih svetov in upravnih odborov v Sloveniji. Ljubljana: Združenje članov nadzornih svetov.
5. Gomez-Mejia, L., Tosi, H. & Hinkin, T. (1987). Managerial control, performance, and executive compensation. *Academy of Managerial Journal*. 30 (1), 51-70.
6. Gomez-Mejia, L. & Wiseman, R. M. (1997). Reframing Executive compensation: an assessment and outlook. *Journal of Management*, 23 (3).
7. Gregorič, A. (2003, 25.4.). *Prevzeli smo slabosti obeh sistemov*. Najdeno 5. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=785&sid=>
8. Gregorič, A., Rejc, A. & Slapničar, S. (2004). *Koliko stanejo naši direktorji?* Revija Manager, (3), 42-45.
9. Gregorič, A. & Slapničar, S. (2005, 22.3.). *Odpravnine – nagrade za neuspeh?* Najdeno 15. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/115451>.
10. Gujarati Damodaran, N. (2003). *Basic econometrics*. 4th ed. Boston (Mass.): McGraw Hill.
11. Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data*. (2nd ed.) Cambridge: Cambridge University Press.
12. Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (2004). Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them. *Finance working*. Najdeno 15. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=561305>.
13. *Kodeks upravljanja javnih delniških družb*. Najdeno 15. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=744&sid=o77RcpgG5SW30nEv>
14. Prašnikar, J. (1997): Obnašanje slovenskega podjetja v prehodnem obdobju. *Slovenska ekonomska revija*, 48 (3-4), str. 279-295.
15. Prašnikar, J., Ferligoj, A., Cirman A. & Valentinčič, A. (1999). *Tveganje in managerske spodbude v obdobju prehoda v tržno gospodarstvo: primer slovenskih podjetij*. Poprivatizacijsko obnašanje slovenskih podjetij. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
16. *Priporočila za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev* (2007). Ljubljana: Združenje članov nadzornih svetov.
17. *Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah* (2005). Ljubljana: Združenje Manager.
18. Slapničar, S. (2003a). *Pogodba, ki učinkuje*. Revija Manager, (2), 60-65.

19. Slapničar, S. (2003b, 30. junij). *Slovenski managerji (še) ne napihujejo dobička*. Najdeno 15. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/51672>.
20. Slapničar, S., Gregorič, A. & Rejc A. (2005). *Plače v kalupu družbene sprejemljivosti*. Revija Manager, (4), 32-33.
21. Slapničar, S., Polanec, S. & Gregorič, A. (2008, 30. avgust). Je (samo)regulacija učinkovita? *Delo*. Sobotna priloga, str. 10.
22. Zakon o gospodarskih družbah (2006). *Uradni list RS*. (Št. 42/2006, 19. april 2006).
23. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (2007). *Uradni list RS*. (Št. 67/2007, 27. julij 2007).
24. Zupan, N. (2001). *Nagradite uspešne. Spodbujanje uspešnosti in sistemi nagrajevanja v slovenskih podjetjih*. Ljubljana: GV Založba.

PRILOGE

Tabela: Korelacije med posameznimi spremenljivkami

Spremenljivka	ln(sredstva)	ln(prihodki)	ln(zaposleni)	ROA	ROE	Herfindahl
ln (sredstva)	1,0000					
ln (prihodki)	0,7004	1,0000				
ln (zaposleni)	0,5922	0,8872	1,0000			
ROA	0,2657	0,1935	0,0943	1,0000		
ROE	0,3238	0,2663	0,1539	0,9427	1,0000	
Herfindahl	-0,1979	-0,2849	-0,2262	-0,0695	-0,1207	1,0000

Vir: Letna poročila podjetij v vzorcu, 2002-2006, lastni izračuni.