

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**DELNIŠKE OPCIJE KOT MOŽEN INSTRUMENT NAGRAJEVANJA
MENEDŽERJEV PO VREDNOSTI PODJETJA IN MOŽNOSTI ZA NJIHOVO
UVELJAVLJANJE V SLOVENIJI**

Ljubljana, september 2002

Damijan Cigan

IZJAVA

Kandidat Damijan Cigan izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Dušana Mramorja, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 30.9.2002

Podpis: _____

KAZALO

KAZALO TABEL	III
KAZALO SLIK	IV
SEZNAM KRATIC	V
1. UVOD	1
2. CILJI POSAMEZNIH VPLIVNIH SKUPIN V PODJETJU IN PROBLEMI AGENTA	4
2.1. CILJ POSLOVANJA PODJETJA	4
2.2. NAVZKRIŽJE CILJEV DELNIČARJEV IN MENEDŽERJEV	6
2.3. MEHANIZMI ZAŠČITE KORISTI DELNIČARJEV	13
2.4. VLADANJE PODJETJEM V SLOVENIJI IN CILJI POSAMEZNIH VPLIVNIH SKUPIN	16
3. NAGRAJEVANJE MENEDŽERJEV PO VREDNOSTI PODJETJA	25
3.1. OPREDELITEV VREDNOSTI ZA DELNIČARJE	26
3.2. PRESOJA FINANČNIH MERIL NAGRAJEVANJA	29
3.3. MOŽNOSTI BILANCIRANJA PRI IZKRIVLJANJU FINANČNIH MERIL	32
3.4. SISTEMI NAGRAJEVANJA PO VREDNOSTI	34
4. DELNIŠKE OPCIJE KOT INSTRUMENT NAGRAJEVANJA	36
4.1. RAZMEJITEV DELNIŠKIH OPCIJ	36
4.2. OSNOVNA NAČELA PODELJEVANJA DELNIŠKIH OPCIJ	37
4.3. PRVINE OPCIJSKIH NAČRTOV NAGRAJEVANJA.....	39
4.3.1. <i>Izbor upravičencev in število opcij</i>	40
4.3.2. <i>Prenosljivost opcij in izredni dogodki</i>	41
4.3.3. <i>Izvršilna cena in poravnava</i>	42
4.3.4. <i>Doseganje ciljev</i>	43
4.3.5. <i>Vir delnic</i>	46
4.3.6. <i>Časovne sestavine nagrajevanja z opcijami</i>	47
5. UČINKOVITOST NAGRAJEVANJA Z DELNIŠKIMI OPCIJAMI PRI REŠEVANJU PROBLEMOV AGENTA	48
5.1. MOTIVACIJSKI UČINKI DELNIŠKIH OPCIJ	48
5.2. ODZIVNOST SLOVENSKEGA KAPITALSKEGA TRGA NA DOGAJANJA V PODJETJIH	50
5.3. TVEGANOST NAGRAD IZ DELNIŠKIH OPCIJ ZA MENEDŽERJE	54
5.4. INDEKSIRANJE IZVRŠILNE CENE	58
5.5. OMEJITEV KRATKOROČNEGA VPLIVANJA MENEDŽERJEV NA BORZNI TEČAJ	60
5.6. VREDNOST NAGRAJEVANJA Z DELNIŠKIMI OPCIJAMI	62
5.6.1. <i>Splošni modeli vrednotenja delniških opcij</i>	62
5.6.2. <i>Upoštevanje večplastnosti opcijskih načrtov za menedžerje</i>	63
5.7. ODZIV DELNIŠKIH TRGOV NA NAGRAJEVANJE Z DELNIŠKIMI OPCIJAMI.....	67

EKSKURZ:	VPLIV NAGRAJEVANJA Z DELNIŠKIMI OPCIJAMI NA PREMOŽENJE DELNIČARJEV IN VREDNOTENJE PODJETJA.....	70
----------	---	----

6. PRAVNI IN RAČUNOVODSKI VIDIKI NAGRAJEVANJA Z DELNIŠKIMI OPCIJAMI	76
6.1. STATUSNO PRAVO	76
6.1.1. <i>Pogojno povečanje osnovnega kapitala</i>	<i>76</i>
6.1.2. <i>Pridobivanje lastnih delnic</i>	<i>77</i>
6.1.3. <i>Javnost in obseg razkritij</i>	<i>77</i>
6.2. DELNIŠKE OPCIJE IN NOTRANJE INFORMACIJE	79
6.3. RAČUNOVODSKA OBRAVNAVA DELNIŠKIH OPCIJ	81
6.3.1. <i>Financiranje iz sredstev podjetja</i>	<i>82</i>
6.3.2. <i>Izdaja lastnih delnic</i>	<i>87</i>
6.3.3. <i>Zavarovanje pred tveganjem z nakupom opcij in lastnih delnic.....</i>	<i>87</i>
6.3.4. <i>Povečanje osnovnega kapitala</i>	<i>89</i>
6.3.5. <i>Nakup opcij na kapitalskem trgu</i>	<i>89</i>
7. DAVČNI UČINKI DELNIŠKIH OPCIJ.....	90
7.1. DAVČNI PREDPISI V SLOVENIJI	90
7.2. DAVČNA UREDITEV NAGRAJEVANJA Z OPCIJAMI V DRUGIH DRŽAVAH.....	92
7.2.1. <i>Nemčija</i>	<i>92</i>
7.2.2. <i>Avstrija</i>	<i>94</i>
7.2.3. <i>Velika Britanija</i>	<i>96</i>
7.2.4. <i>ZDA.....</i>	<i>97</i>
8. SKLEP.....	100
LITERATURA.....	103
VIRI	110
SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV	
PRILOGA	

KAZALO TABEL

Tabela 2-1	Cilji in strategije menedžerjev v podjetju	8
Tabela 2-2	Uporaba prostega denarnega toka.....	11
Tabela 4-1	Oblike in učinki opcijskih načrtov	36
Tabela 4-2	Presojanje opcijskih načrtov	39
Tabela 4-3	Prvine opcijskih načrtov	39
Tabela 4-4	Vzorci uporabe izvršilnih ciljev	44
Tabela 4-5	Simulacija izplačil opcijskih načrtov v Nemčiji.....	46
Tabela 5-1	Sočasnost gibanja donosnosti slovenskih delnic v obdobju 1998-2002	53
Tabela 5-2	Vrednost opcij za menedžerje	57
Tabela 5-3	Značilnosti opcijskih načrtov za glavne direktorje v ZDA za 1000 podjetij v letu 1992	59
Tabela 5-4	Primerjava denarnih tokov opcijskih instrumentov	71
Tabela 5-5	Vrednotenje opcij z nakupom in izdajo lastnih delnic	73
Tabela 5-6	Vrednotenje opcij z predhodnim nakupom in izdajo lastnih delnic ob uporabi prostega denarnega toka	74
Tabela 5-7	Finančni učinki nagrajevanja z opcijami na delničarje	75
Tabela 6-1	Izračun popravljenega dobička na delnico po SRS in MRS	78
Tabela 6-2	Posledice različnih oblik financiranja opcijskih načrtov	82
Tabela 6-3	Financiranje iz sredstev podjetja	86
Tabela 7-1	Obdavčitev različnih oblik nagrajevanja v Sloveniji.....	91
Tabela 7-2	Davčne olajšave pri obdavčitvi delniških opcij v Avstriji	95

KAZALO SLIK

Slika 2-1	Omejitve svobodnega delovanja menedžerjev.....	14
Slika 3-1	Sistem plač in nagrajevanja	25
Slika 3-2	Različne stopnje ustvarjanja vrednosti za delničarje	26
Slika 3-3	Omrežje vrednosti za delničarje.....	28
Slika 3-4	Vzvodi upravljanja z vrednostjo	29
Slika 3-5	Razvrstitev finančnih kazalnikov	30
Slika 3-6	Donosnost zaščitnega premoženja	34
Slika 3-7	Razvrstitev sistemov nagrajevanja po vrednosti	35
Slika 4-1	Razvrstitev izvršilnih ciljev opcijskih načrtov	43
Slika 4-2	Časovne sestavine obročnega opcijskega načrta	47
Slika 5-1	Vpliv nestanovitnosti na časovno vrednost opcije.....	49
Slika 5-2	Občutljivost delnic in premoženja, sestavljenega iz opcij, na spremembo cene delnice (tržna cena delnice je 100)	50
Slika 5-3	Statistična povezanost dveh indeksov.....	51
Slika 5-4	Sočasno gibanje tečajev delnic po državah	52
Slika 5-5	Vrednotenje navadnih opcij in opcij za nagrajevanje	64
Slika 5-6	Kakovost nemških opcijskih načrtov	68
Slika 6-1	Notranja in tržna vrednost opcije pri spremembi tečaja	81
Slika 6-2	Navidezne opcije.....	83
Slika 7-1	Mejne stopnje davkov v ZDA od leta 1980	98
Slika 7-2	Sorazmerna davčna ugodnost navadnih opcijskih načrtov v primerjavi s kvalificiranimi.....	99

SEZNAM KRATIC

ATS	avstrijski šiling
BDP	bruto domači proizvod
BI	bruto investicije
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
CFI	Cash Flow from Investment
CFO	Cash Flow from Operations
CFROI	Cash Flow Return on Investment
CVA	Cash Value Added
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
EP	Economic Profit
EUR	evro
EVA	Economic Value Added
FASB	Financial Accounting Standards Board
FCF	Free Cash Flow
FIFO	First In First Out
KapAEG	Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LIFO	Last In First Out
MRS	Mednarodni računovodski standardi
MVA	Market Value Added
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
NPV	Net Present Value
PAT	Profit After Taxes
PDT	prosti denarni tok
PV	Present Value
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
ROS	Return on Sales
SBI NT	Slovenski borzni indeks, netehtan
SBI	Slovenski borzni indeks
SFAS	Statement of Financial Accounting Standard
SRS	Slovenski računovodski standardi
WACC	Weighted Average Cost of Capital
ZGD	Zakon o gospodarskih družbah
ZTVP	Zakon o trgu vrednostnih papirjev

1. UVOD

Slovensko obdobje po odpravi družbene lastnine in privatizaciji je zaznamovano z raznovrstnimi koristmi različnih vplivnih skupin, ki so deloma posledica preteklega načina gospodarjenja, deloma pa hitrega in morda nedomišljenega postopka preoblikovanja družbene lastnine. Cilji vplivnih skupin podjetja niso povsem v skladu s sodobnim pojmovanjem. Nujne procese prestrukturiranja in iskanja trajnejših konkurenčnih prednosti slovenskih podjetij mora spremljati tudi posodabljanje ciljev delavcev, delničarjev in menedžerjev. Pri prvih gre za upravičeno borbo za zviševanje plač, vendar v okviru sodobnih industrijskih odnosov. Pri drugih – vsaj kar se tiče institucionalnih delničarjev- gre za preusmeritev od kratkoročnega iskanja rent, zavarovanja kreditnega premoženja in izgradnje imperijev k želji po zadovoljivi dolgoročni donosnosti naložb. Menedžerji imajo v sedanjem položaju najmanj hvaležno nalogo: razpeti so med zveze in nasprotja z delavci in (ad-hoc) delničarji, nosijo bistveno odgovornost za uspešen obstoj in razvoj podjetja, ne gre pa pozabiti na njihove tradicionalne cilje, med katere se uvrščajo nenaklonjenost večjemu tveganju, želja po čezmerni rasti podjetja, širitev s prevzemi drugih podjetij, čezmerno nagrajevanje in v izjemnih primerih neposredno prisvajanje premoženja.

Z vidika delničarjev je bistvena usmeritev k rasti vrednosti celotnega podjetja, kajti to večinoma vodi tudi k maksimiranju njihovega premoženja. Ločenost lastniške in upravljalvske funkcije pa postavlja dejavnost in obnašanje menedžerjev v osrednji položaj. Navzkrižje ciljev delničarjev in menedžerjev postane tedaj temeljna ovira pri doseganju vrednosti za delničarje.

Skladnost ciljev menedžerjev in delničarjev je po agencijski teoriji mogoče doseči na več načinov: z zunanjimi mehanizmi, neposrednim nadzorom in (dolgoročnimi) spodbudami. Med zadnjimi se v zadnjih letih tudi v Srednji Evropi uveljavljajo delniški instrumenti nagrajevanja. V Sloveniji je prav tako mogoče najti želje po spremenljivem nagrajevanju menedžerjev, posebej privlačne se zdijo delniške opcije. Vendar pa nekritične vpeljave delniških opcij v sisteme nagrajevanja naših menedžerjev ni mogoče samodejno sprejeti. Delniške opcije skrivajo namreč v svojem bistvu precej pasti. V tej zvezi je zanimivo opozoriti, da se ameriška strokovna javnost - kljub temu da je v ZDA ta način nagrajevanja že dolgo v rabi-, v precejšnji meri posveča preučevanju teh problemov. Hall je pred kratkim opozoril, da ameriška praksa delovanje takih instrumentov pravzaprav izredno slabo pozna, kar velja tako za menedžerje kot tudi za delničarje in upravne oziroma nagrajevalne odbore (Hall, 1998, str. 3). Ob prebiranju nemške literature se zdi, da so Nemci po začetnem navdušenju (prve podelitve opcij leta 1996) začeli kritično in previdno uvajati te instrumente v prakso (npr. Bernhard, Witt, 1997, str. 97-98). Temu zgledu kaže slediti tudi pri nas.

Hipoteza tega dela je, da so delniške opcije kot instrument nagrajevanja menedžerjev le omejeno učinkovite pri odpravljanju navzkrižja ciljev delničarjev in menedžerjev, še posebej v razmerah slabo delujočih delniških trgov, med katere se uvršča tudi slovenski. Z vidika delničarjev so opcije izredno drag in nepregleden instrument, katerega uvajanje zahteva močan in kakovosten dejavni nadzor, sicer namesto rešitve problemov agenta same postanejo nov problem agenta. Varovala, potrebna za celovito zaščito koristi delničarjev pri nagrajevanju z opcijami, lahko v precejšnji meri izničijo njihove motivacijske učinke.

Cilji naloge so tedaj:

- najti ključne prvine delniških opcij, ki jih je treba posebej skrbno oblikovati, da bi v največji možni meri izločili dejavnike, ki lahko dodatno poslabšajo učinkovitost nagrajevanja;
- preiskati institucionalni okvir za uveljavljanje delniških opcij v Sloveniji.

Drugo poglavje se začne z obravnavo različnosti ciljev delničarjev in menedžerjev pri upravljanju podjetij. Tukaj je podan celoten obseg ciljev, ki vodijo menedžerje pri njihovem obnašanju, obravnavane pa so tudi zunanje in notranje omejitve, s katerimi se srečujejo menedžerji pri uresničevanju svojih ciljev. Precej pozornosti je namenjeno možnostim in omejitvam dejavnega nadzora delničarjev v Sloveniji.

V tretjem poglavju obravnavam prvine nagrajevanja po vrednosti. Zelo natančno opredelim ustvarjanje vrednosti za delničarje, saj menim, da se sicer preprost pojem uporablja široko, vendar pogosto napačno. V nadaljevanju presojam finančne kazalnike, ki se uporabljajo kot merilo ustvarjanja vrednosti. S tem mislim zlasti pojavne oblike preostalega dobička (ekonomsko dodano vrednost, ekonomski dobiček, denarno dodano vrednost in denarno donosnost vloženega kapitala). Težava statičnih kazalnikov je možnost ponarejanja bilančnih izidov in stanj, vendar nekatera znamenja kažejo, da imajo računovodske kategorije včasih prednosti pred denarnimi. Ob koncu podajam še nujne značilnosti sistemov nagrajevanja.

Četrto poglavje je opisne in tehnične narave. Tukaj razmejim pravne oblike opsijskih načrtov, med katere sodijo tudi navidezne opcije, ki so denarni instrument, a imajo povsem podobne lastnosti kot instrumenti na podlagi delnic, pred njimi pa imajo nekaj bistvenih prednosti, ki bodo opisane v naslednjih poglavjih. Po podrobnem opisu širokega obsega mogočih prvin delniških opcij za nagrajevanje menedžerjev sledi proti koncu poglavja še primerjava različnih možnosti oblikovanja izvršilne cene in izvršilnih ciljev. Tukaj je prikazano, kako različni postopki pripeljejo do povsem različnih nagrad za menedžerje in različnih stroškov za delničarje.

V petem poglavju leži težišče naloge. Delniške opcije imajo omejen motivacijski značaj pri uravnoteženju ciljev delničarjev in menedžmenta, bližje so udeležbi pri

poslovnem izidu. To velja zlasti v razmerah nepopolnega trga kapitala. Na podlagi borznih podatkov od leta 1998-2002 raziščem, v kolikšni meri velja za slovenski trg kapitala sočasno gibanje donosnosti delnic. Izid primerjam z drugimi državami. Obravnavam tudi druge pomembne vidike nagrajevanja z opcijami: tveganje, indeksiranje izvršilne cene in politiko dividend. Nato se dotaknem posebnosti vrednotenja opcij za nagrajevanje. S pomočjo binomskega modela pokažem, kako razvodenitev delnic vpliva na zmanjšanje vrednosti tržnih opcij, nakažem pa tudi druge prilagoditve, ki bi jih zahtevalo celovito vrednotenje. Na koncu poglavja obravnavam odziv kapitalskega trga na vpeljavo nagrajevanja z opcijami ter izpeljem formalni vzorec vrednotenja podjetja z vpeljanim nagrajevanjem z opcijami z vidika delničarjev. Pri tem upoštevam, da opcije ne vplivajo le na denarne tokove, temveč tudi na obseg in sestavo delničarjev.

Pravni in računovodski dejavniki so predmet šestega poglavja. Dopolnilo Zakona o gospodarskih družbah prinaša določene novosti tudi za obravnavano področje, enako velja za nove Slovenske računovodske standarde. Germanske dežele so primerna mednarodna primerjava, saj so v zadnjih treh letih poskušale s sprejetjem nekaterih zakonov pospešiti nagrajevanje z delniškimi instrumenti. Pravna določila se nanašajo predvsem na izpolnitev podjetja z izročitvijo delnic ter primerno javnost in obseg razkritij. V nadaljevanju obravnavam opsijske načrte tudi z vidika notranjih informacij.

Računovodsko spremljanje opsijskih načrtov pri nas skoraj ni urejeno, zato se je pri bilančnem zajemanju nagrajevanja z opcijami treba naslanjati na splošna izhodišča računovodskih standardov. Sledi podroben opis sistema knjižb, s katerimi podjetje spremlja nagrajevanje z opcijami. Obstajajo precejšnje razlike, če podjetje opcije nakupi na kapitalskem trgu in jih izroči menedžerjem, če delnice izda s povečanjem kapitala, če izda predhodno odkupljene lastne delnice ali če sploh ni izročitve delnic, temveč denarno izplačilo (navidezne opcije).

Sedmo, zadnje poglavje, se ukvarja z obdavčenjem. Obravnavam, kakšne so okvirne razmere pri nas v primerjavi z razvitimi državami. Zadevne točke obravnave so predvsem, kdaj in koliko obdavčiti, tako pri menedžerju nagrade kot v podjetju.

V sklepu povzamem ugotovitve in podam končno oceno smiselnosti uvajanja načrtov nagrajevanja z opcijami v Sloveniji.

2. CILJI POSAMEZNIH VPLIVNIH SKUPIN V PODJETJU IN PROBLEMI AGENTA

2.1. CILJ POSLOVANJA PODJETJA

Osnovni cilj poslovanja podjetij v razvitih gospodarstvih je maksimiranje premoženja delničarjev (Mramor, Groznik, Valentinčič, 1999, str. 222).¹ V razmerah popolnega kapitalskega trga se delničarji strinjajo, da se vse dejavnosti in odločitve podjetja presojuje z vidika njihovega prispevka k tržni vrednosti terjatev do preostanka (angl. *residual claims*). (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 49). S to vrednostjo je namreč enopomensko določen njihov optimalni prihodnji tok potrošnje – če je denarni tok, ki ga prinaša neka investicijska odločitev podjetja (v smislu višine, ročnosti in tveganosti), drugačen od zelenega, bodo delničarji na kapitalskem trgu odprodali delnice ter kupili druge delnice z enako tržno vrednostjo, a optimalnim denarnim tokom.

Za sodobne delniške družbe je značilna ločenost lastniške in upravljalvske funkcije. Glavna ekonomska odlika take organiziranosti ni zmožnost zbiranja obsežnega razpršenega kapitala, temveč v prvi vrsti učinkovita hierarhična odločitvena struktura, ki se dobro prilega veliki poslovni organizaciji z množico delavcev, menedžerjev, delničarjev, upnikov in drugih virov podjetja, hkrati pa se sproti prilagaja množici informacij in spremembam v okolju (Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 21). Jensen in Fama ločita več stopenj v odločitvenem procesu: opredelitev alternativnih predlogov, izbor najboljšega, uresničitev odločitve, nadzor nad izvajanjem, sistem spodbud in nagrad (Fama, Jensen, 1983, str. 331). Upravljanje odločitev (opredelitev predlogov in uresničevanje) in nadzor delavcev sta v rokah poklicnih menedžerjev, ki imajo dostop do potrebnih informacij, nadzor odločitev (izbor, nadzor nad izvajanjem ter sistem spodbud) in breme tveganja pa v rokah delničarjev. Njihova naloga je osrednja: nosijo preostalo spremenljivost denarnega toka (po poplačilu upnikov), priskrbijo kapital in so končni nadzorniki. V razmerah negotovosti in omejene razumnosti (nezmožnosti obdelave vseh informacij) je namreč vsa mogoča razmerja med viri podjetja nemogoče oziroma negospodarno pogodbeno opredeliti, kar nudi prostor za preračunljivost (uresničevanje lastnih koristi v škodo drugih članov tima in drugih virov podjetja) in moralni hazard. Učinkovit sistem nadzora je tedaj ključen pri doseganju uspešnosti in produktivnosti podjetja, na najvišji stopnji nadzora pa so delničarji – njihova nagrada (terjatev do preostanka) je neposredno odvisna od uspešnosti nadzora nad ostalimi viri podjetja (Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 16). Usmeritev podjetja k uresničevanju ciljev delničarjev je tedaj osnovni pogoj za njegova dolgoročni obstoj in rast. Plačilno sposobno podjetje lahko poravnava vse

¹ Ta trditev je značilna predvsem za ZDA in Veliko Britanijo.

pogodbene obveznosti, zato je po neoklasičnem pojmovanju zadoščeno tudi koristim vseh drugih vplivnih skupin.

Tako opredeljen cilj poslovanja se lahko izkaže nekoliko (pre)ozek. Koristi ostalih vplivnih skupin podjetja so le delno zaščitene s pogodbami, precejšen del pa je posredne narave. Delovno razmerje je npr. urejeno s pogodbo o zaposlitvi, vendar vsebuje še posredne obljube (varnost delovnega mesta, možnost razvoja kariere). Podobna so razmerja podjetja do drugih vplivnih skupin, kar omogoča podjetju, da dosega višje prodajne cene (jamstvo servisa itd.) in nižje nakupne cene virov (npr. nižje plače). Cornell in Shapiro opredelita organizacijski kapital kot presežek tržne vrednosti posrednih terjatev nad stroški izpolnitve (Cornell, Shapiro, 1987, str. 5), kar prispeva k večanju vrednosti podjetja. V primerjavi s preostalimi terjatvami (delničarji) posrednih ni mogoče razpršiti, zato je njihova vrednost ključno odvisna od finančnega zdravja podjetja. Tako mora podjetje upoštevati celotno tveganje, imeti varnejšo sestavo kapitala, več likvidnih sredstev, uvajati raznovrstnost proizvodov in izvajati varovanje pred tveganji (Stulz, 1999, str. 8). Delničarji morajo pri maksimiranju premoženja paziti, da podjetja ne izčrpavajo preveč, saj se vrednost organizacijskega kapitala lahko zmanjša (posrednih terjatev ni mogoče več prodati za isto ceno). V dividende je torej mogoče preliti le toliko denarja, da ostane vrednost posrednih terjatev neogrožena. Nemško pravo družb formalizira takšno pojmovanje, saj vsebuje določilo o ohranitvi premoženja podjetja in omejuje izplačilo dividend na uresničeni dobiček. V ekonomskem smislu je mogoče to zahtevo razširiti na ohranitev tržne vrednosti kapitala (Speckbacher, 1997, str. 636). S tem posredne terjatve ostanejo varne.

Drugi pomislek se nanaša na proizvodne dejavnike, ključne pri ustvarjanju vrednosti. Zasnova vrednosti za delničarje v velikih družbah sloni na merjenju prispevka posamičnih organizacijskih enot k ustvarjanju vrednosti. Pojavi se vprašanje, ali je tak sistem usklajen z viri konkurenčnih prednosti podjetja? Večinoma gre za velike konglomerate, ki delujejo kot (učinkovit) notranji trg kapitala. Tako stališče se opira na finančni kapital kot glavni vir uspešnosti podjetja in povsem prezre sinergijske učinke sodelovanja. Notranje zmožnosti podjetja torej niso povsem izkoriščene. Finančni kapital kot redki proizvodni dejavnik se umika *človeškemu kapitalu (znanju)* kot najpomembnejšemu dejavniku konkurenčne prednosti. Še posebej pomembno je znanje, ki ga je mogoče uporabiti na več poslovnih področjih. Znanje ima povsem drugačno kakovost kot finančni kapital: njegova uporaba na enem mestu ne onemogoča sočasne uporabe drugod, zato so načela razmestitve znanja po podjetju drugačna od klasičnih načel učinkovite razmestitve kapitala. Prenos znanja med organizacijskimi enotami postane razlog za obstoj konglomeratnega koncerna, saj ga noben zunanji trg znanja ne more učinkovito nadomestiti. Nagrajevanje se v veliki meri opira na kakovostne, težko merljive in osebne ocene. Zanimivo je, da svetovalna podjetja (pri katerih znanje in njegov pretok brez dvoma pomenita ključni

dejavnik uspeha), ki »tržijo« in uveljavljajo vrednostne strategije pri svojih strankah, svoje zaposlene ocenjujejo in nagrajujejo po povsem drugačnih načelih (Schmidt, Maßmann, 1999, str. 151).

Za namen te naloge bom sprejel maksimiranje premoženja delničarjev kot osnovni cilj poslovanja podjetja, v mnogih primerih pa je ta cilj dolgoročno nerazdružljivo povezan z zadovoljitvijo ciljev drugih vplivnih skupin.

2.2. NAVZKRIŽJE CILJEV DELNIČARJEV IN MENEDŽERJEV

Pravica menedžerjev do svobodnega preudarka pri upravljanju podjetja je temelj učinkovitosti kapitalističnega podjetja, vendar pa je povezana s stroški. Moralni hazard pomeni zlorabo te pravice za lastno korist v razmerah, ko zaradi asimetrije in cene informacij agenta (menedžerja) ni mogoče učinkovito nadzirati. V podjetju so pogosti tudi drugi problemi agenta, kot na primer izogibanje delavcev delovnim obveznostim (delodajalec/delojemalci), slabšanje operativnega ali finančnega vzvoda (delničarji/upniki), brezбриžna raba sredstev (delničarji/nedelničarji), zagotavljanje servisa in rezervnih delov v prihodnosti pri prodaji trajnih dobrin (podjetje/kupci), vendar so predmet preučevanja naloge odnosi med delničarji in menedžerji.

Problemi agenta se pojavijo, ko sta lastniška in upravljavska funkcija vsaj delno ločeni, se pravi ko menedžerji niso stoddotni delničarji in ne nosijo vseh gmotnih posledic svojih odločitev. Ne pritekajo jim vse koristi vloženega dela, vsakršna zasebna poraba virov podjetja pa vsaj delno bremeni (ostale) delničarje. To spodbuja menedžerje, da uresničujejo svoje cilje pred cilji delničarjev.

Problemov agenta ne bi bilo, če bi se razmerja med delničarji in menedžerji lahko uredila *ex-ante* brez stroškov s popolno pogodbo, ki bi preprečila preračunljivo vedenje. Ker taka pogodba v resničnem svetu ni mogoča, se pojavi več vrst stroškov agenta (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 202):

- stroški pogodb,
- stroški nadzora (stroški revizije in nadzornega sveta, oportunitetni stroški nadzora zaradi omejenosti menedžerjev pri sprejemanju odločitev),
- stroški spodbud,
- preostanek izgube premoženja, ki nastane zaradi nepopolnega nadzora delničarjev kljub sklenjenim pogodbam in njihovemu uveljavljanju.

Zahteva po maksimiranju tržne vrednosti podjetja predvideva razširitev mehanizmov nadzora odločitev menedžerjev do točke, kjer se mejna korist izboljšanih odločitev izenači z mejnimi stroški povečanega nadzora, kar je normalna naložbena odločitev (Brigham, Gapenski, 1993, str. 21). Če je lastništvo razdrobljeno med veliko število

delničarjev, bo stopnja nepopolnosti nadzora (in s tem preostanek izgube premoženja) večja, kajti omenjena naložbena enačba je na ravni posameznega malega delničarja manj ugodna.

Stroški agenta imajo pomembne posledice za vrednost podjetja ter finančne odločitve v zvezi z naložbami (vključno s prevzemi drugih podjetij), izborom sestave kapitala in dividendno politiko. V splošnem je mogoče cilje menedžerjev, ki se pomembno razlikujejo od cilja maksimiranja tržne vrednosti podjetja, strniti v naslednje kategorije:

- uravnoteženje tveganja izgub naložb menedžerjev v svojevrstni človeški kapital (znanje in ugled) ter tveganja izgube visokih pridobljenih dohodkov,
- ohranitev delovnega mesta,
- moč, neodvisnost in prestiž,
- neposredna gmotna korist,
- manjša delovna vnema.

Iz tako opredeljenih osnovnih ciljev izhaja več izvedenih strategij, ki imajo vsaka različno velik (lahko tudi negativen) vpliv na doseganje posamičnih ciljev. Menedžer izbere določeno strategijo glede na jakost vpliva in glede na uteži posameznih ciljev v njegovi namenski funkciji koristnosti. Bistveno je, da nobena izmed njih navadno ni optimalna z vidika koristi delničarjev. Tabela 2-1 prikazuje mogoče strategije menedžerjev in njihov odnos do temeljnih ciljev, iz katerih izvirajo.

Tabela 2-1 kaže, da vsako strategijo žene splet ciljev, ki pa niso enake kakovosti in nimajo enako velikega (negativnega) vpliva na premoženje delničarjev. V grobem je mogoče cilje menedžerjev deliti na subjektivne in objektivne: subjektivni cilji so sicer v skladu z razumnim ravnanjem, a so v najboljšem primeru etično oporečni, če ne zakonsko kaznivi (ta tema bo predmet obravnave ob koncu tega podpoglavja), medtem ko so objektivni cilji posledica upravičenega ravnanja menedžerjev v razmerah sodobnih industrijskih odnosov, imajo pa tudi precejšen vpliv na premoženje delničarjev. Med naštetimi strategijami, ki po naboru temeljnih ciljev večinoma sodijo v drugo kategorijo, si posebno pozornost zasluži naložbena politika (skupaj z naložbami v nakupe drugih podjetij). Merila optimalne razmestitve prostih virov podjetja so tisti dejavnik, od katerega so najbolj odvisni dolgoročna uspešnost in rast podjetja ter plemenitenje (siromašenje) premoženja delničarjev.

Tabela 2-1 Cilji in strategije menedžerjev v podjetju

<i>Cilji</i> Strategije	Uravnoteženje tveganja	Zaščita delovnega mesta	Moč, neodvisnost in prestiž	Neposredna gmotna korist	Manjša delovna vnema	Vpliv na vrednost podjetja
Rast podjetja		večje podjetje je bolj zaščiteno pred prevzemi	več sredstev pod vplivom menedžerjev	nagrajevanje je običajno odvisno od velikosti podjetja		lahko negativen, če donosnost prodaje pojema
Čezmerna likvidnost	manjša verjetnost finančne stiske	spor: lahko izzove sovražni prevzem			manj načrtovanja denarnih tokov	nezadostna donosnost likvidnih sredstev
Čezmerno zadrževanje dobičkov	več varno naloženega premoženja ostane v podjetju za pokrivanje mogočih izgub		več sredstev pod vplivom menedžerjev; manjša prihodnja odvisnost od kapitalskih trgov in s tem manjši nadzor ¹	višja, če je nagrajevanje odvisno od višine (prihodnjih) dobičkov		delničarji denar lahko bolj donosno naložijo
Širitev s prevzemi nesrodnih podjetij	diverzifikacija na ravni podjetja zmanjša celotno tveganje podjetja (angl. <i>corporate risk</i>)	več priložnosti za dokazovanje; spor: neučinkoviti prevzemniki so pogosto sami tarče	gradnja imperija, večje možnosti napredovanja podrejenih	višje nagrade zaradi velikosti skupine	spor: novi delovni izzivi	navadno negativen (glej nadaljnjo obravnavo)
Manj tvegane (in kratkoročnejše) naložbe	odločitveno merilo je tveganje projekta znotraj podjetja	(v razmerah asimetrije informacij na kapitalskem trgu tečajni ne zrcalijo pravilno dela menedžerjev)		(višja, če je nagrajevanje odvisno od kratkoročnih računovodskih kazalcev)	manjša vnema pri iskanju naložbenih možnosti	oportunitetna (niso vključene vse naložbe z NPV>0) in prava izguba (vključene naložbe z NPV<0)
Manjši obseg naložb^{2,3}	(angl. <i>capital rationing</i>) ni treba povečati zadolžitve		ni treba po primarno financiranje projektov z NPV>0		manjši nadzor, lažnejše delo	oportunitetna izguba
Zasebna potrošnja sredstev podjetja			članstvo v klubih, donacije, sponzorstva	plače, razkošni avtomobili in pisarne (glej nadaljnjo obravnavo)	pomanjkljiv nadzor nad podrejenimi	neposredno negativen
Prevelika² (premajhna) raba dolga	(manjši finančni vzvod zmanjšuje verjetnost finančne stiske)	(spor: lahko izzove sovražni prevzem)	če menedžerji lastijo okoli 50% podjetja, dodatna izdaja delnic pripelje do izgube neodvisnosti			višji stroški virov zaradi večje tveganosti podjetja; (izguba davčnega štita)

Opombe: ¹v razmerah asimetričnosti informacij lahko ta strategija pomeni hrambo prostih sredstev za financiranje ugodnih naložb v letih z nizkim dobičkom

²manj naložb je lahko tudi posledica problemov agenta, ne pa njihova pojavna oblika, saj delničarji niso pripravljeni financirati podjetij, v katerih menedžerji zapostavljajo cilje delničarjev, in je podjetje odvisno le od lastnih virov; tedaj je mogoča čezmerna raba dolga

³v razmerah asimetričnosti informacij lahko ta strategija pomeni ohranitev kreditne sposobnosti za financiranje ugodnejših naložb v letih z nizkim dobičkom

Vir: Lastna ponazoritev.

Kot je navedeno v Tabeli 2-1, je za menedžerje bistveno merilo izbora naložbenih možnosti samostojno tveganje, kakor ga meri standardni odklon donosnosti (angl. *stand-alone risk*), oziroma tveganje projekta znotraj podjetja (angl. *within-firm risk*), medtem ko tržno tveganje, ki ga izraža tržni koeficient β posameznega projekta, zanje ni odločilno, saj je obseg njihovih odločitev, osebne premoženja in naložb v človeški kapital omejen na podjetje. Za delničarje je značilno nespremenljivo odklanjanje tveganja (angl. *constant risk aversion*) (Brigham, Gapenski, 1993, str. 329), kar pomeni, da je krivulja premije za tveganje delničarjev premica (osnovna domneva modela CAPM, sicer empirično nedokazljiva). Ob ravnotežju na kapitalskem trgu ta premica ustreza pričakovanjem in zahtevam mejnega investitorja. Nasprotno je nagnjenost k tveganju pri menedžerjih povsem osebne narave. Razumno je domnevati, da je krivulja menedžerjev od spodaj konveksna, in tako vedenje se imenuje naraščajoče odklanjanje tveganja (angl. *increasing risk aversion*). Pomemben razloček med obema krivuljama je v opredelitvi neodvisne spremenljivke – pri delničarjih sorazmerno tržno tveganje, pri menedžerjih sorazmerno tveganje znotraj podjetja.

Pri majhnih vrednostih tveganja je krivulja menedžerjev toga, saj je verjetnost finančne stiske majhna, medtem ko morajo delničarji v okviru drobnega uravnavanja tveganja znotraj razpršenega premoženja za vsak prirast tveganja doseči sorazmeren prirast donosnosti. Menedžerji takega pritiska ne čutijo, saj jim je glavna varnost poslovanja, ne pa maksimiranje (tujega) premoženja. Krivulja polagoma narašča, v okolici tiste točke tveganja, kjer je ogrožen obstoj podjetja, pa postane izrazito elastična. Od tod izhaja naslednja ugotovitev: v zdravih podjetjih menedžerji od povprečno tveganih projektov pričakujejo donosnost, ki je le malo višja od netvegane. Stroški kapitala z vidika menedžerjev bodo nižji od stroškov kapitala z vidika delničarjev. V tej zvezi je povedna raziskava med slovenskimi podjetji, kjer je kar 90,5% menedžerjev menilo, da so stroški kapitala enaki nič, preostali (z nekaj izjemami) pa so jih ocenili na manj kot stroške dolga (Mramor, Groznik, Valentinčič, 1999, str. 228).

Podjetja pod popolnim nadzorom menedžerjev bodo torej vlagala manj tvegano in manj donosno, večinoma pa tudi v manjšem obsegu. Obseg posameznih projektov namreč pomembno vpliva na krivuljo premije za tveganje. Pri (sorazmerno) obsežnih projektih leži točka večje elastičnosti veliko nižje kot pri majhnih, saj že razmeroma nizki odmiki dejanskih denarnih tokov od pričakovanih lahko ogrozijo podjetje. Menedžerji bodo v splošnem raje izbirali (v okviru podjetja) netvegane projekte, za večje tveganje (in višjo donosnost) pa se bodo odločali predvsem pri manjših projektih. Z vidika delničarjev najbolj privlačni del investicijskih možnosti (obsežni, tvegani in donosni projekti) bo ostal neizkoriščen (delničarji so glede tveganja neobčutljivi na samo velikost projektov). Problemi agenta bodo okrepljeni, če podjetje (presežnega) prostega denarja ne izplača delničarjem. Manj donosne naložbe in

njihov manjši obseg so tedaj tesno povezani z naslednjima strategijama, navedenima v Tabeli 2-1: čezmerno likvidnostjo in čezmernim zadrževanjem dobičkom.

Spor glede izplačila prostega denarnega toka (presežek denarnega toka nad zneskom, potrebnim za financiranje vseh projektov s pozitivno NPV, upošteva tveganje) delničarjem je po Jensenu glavni vir stroškov agenta (Jensen, 1986, str. 324). Izplačilo zmanjša obseg sredstev pod nadzorom menedžerjev, hkrati pa jih podvrže nadzoru kapitalskih trgov, ko iščejo vire financiranja dodatnih naložb. Študija, opravljena leta 1994 v ZDA na vzorcu enajstih podjetij, ki so prejela precejšnje odškodnine zaradi dobljenih tožb, potrjuje to hipotezo (Blanchard, Lopez-de-Silanes, Vishny, 1994, str. 337).

Podjetja iz vzorca so imela Tobinov Q manjši od 1, kar odseva slabe možnosti naložb.² Zaradi tega bi bilo pričakovati, da bodo podjetja nepričakovani denarni dobiček večinoma izplačala delničarjem v obliki dividend oziroma odkupa lastnih delnic, ali pa upnikom (hipoteza popolnega trga), v najslabšem primeru pa porabila za nujno in drago prestrukturiranje ali dezinvestiranje (odpravnine, ekološki stroški, odpisi stalnih sredstev), ki ju sicer v razmerah zaradi asimetrije informacij skopo odmerjenega kapitala ne bi zmogla financirati (druga možnost bi bila hramba gotovine, s katero bi se izognila prihodnjemu racioniranju kapitala). Tabela 2-2 prikazuje dejansko porabo nepričakovanega denarnega toka.

Glavna strategija menedžmenta je bila kratkoročno načrtovana širitev. Najmanj zdrava podjetja so se širila na povsem tuja področja (npr. proizvajalec telefonske opreme je kupil naftne vrelce in storitve izterjave dolgov), bolj zdrava na povezana. Po večini je to dejavnost spremljala tudi (zneskovno) večja zadolžitev. Oboje potrjuje visoko uvrstitev menedžerskih ciljev – obstoj in rast podjetja ter uravnoteženje tveganja. Nakupi podjetij so se v kratkem izkazali kot neuspešni in ta podjetja so bila spet odprodana. Tri podjetja, ki so hranila gotovino, so bila sama prevzeta. Avtorji v tej zvezi ugotavljajo zanimivo protislovje: edina ravnotežna strategija za podjetje je potrošiti prosti denar, sicer ga bo prevzelo drugo podjetje, ki bo ta denar zapravilo samo (ibid., str. 359).

² Tobinov Q je razmerje med tržno vrednostjo kapitala in dolgov podjetja ter njihovo knjižno (nadomestitveno) vrednostjo. Povprečni Q manjši od 1 pomeni, da so sredstva podjetja naložena slabše od začetnih pričakovanj delničarjev, in to se zrcali v odbitku knjižne vrednosti na kapitalskem trgu. Povprečni Q je lahko tudi nižji od mejnega – podjetje nova sredstva lahko naloži donosneje kot obstoječa, vendar je to prej izjema kot pravilo.

Tabela 2-2 Uporaba prostega denarnega toka

Namen	% dodatnega denarnega toka *
Naložbe v stalna sredstva	6
Prestrukturiranje/dezinvestiranje	4
Prevzemi podjetij	101
Odplačilo dolgov	-15
Izplačilo dividend	0
Odkup lastnih delnic	15
Nagrade menedžerjem	16

Opomba: *Vsota je večja od 100%, ker so prikazane mediane.

Vir: Povzeto po Blanchard, Lopez-de-Silanes, Vishny, 1994.

Višje nagrade menedžmenta je težko upravičiti, saj se njegova mejna produktivnost ni spremenila, in je ugoden razplet tožb predvsem zasluga odvetnikov. Mogoče pa jih je pojasniti z omejenim pritiskom delničarjev na menedžment, ki more del dobička porazdeliti v lastno korist.

Sklepna ugotovitev je, da menedžment prosti denarni tok ohrani v podjetju, tudi ko ni dobrih naložbenih možnosti. Razdelitve delničarjem skoraj ni (delež dividend 0%), odkup lastnih delnic je bil ciljno usmerjen k velikim delničarjem in opravljen v glavnem po cenah, višjih od tržnih (angl. *greenmail*), kar je znak izločanja nadzora vplivnih zunanjih delničarjev nad menedžmentom. Menedžerji najprej porabijo denar za prestrukturiranje podjetja, potem pa ga usmerijo v (neuspešne) prevzeme drugih podjetij. V povprečju omenjene strategije uničujejo vrednost podjetja.

Ta razprava je izredno zanimiva za slovensko okolje. Kranjska Sava je primer za slabo celostno poslovanje brez izoblikovane naložbene politike (Klepec, 2002); najprej je načrtovala koncentracijo kemijskega sektorja, nato pa prešla na naložbe v turizmu. Delničarji (v tem primeru borzno posredniške hiše) priporočajo strankam delnice tistih podjetij, ki so močna v svoji glavni dejavnosti (ibid.). Trenutno poteka ugibanje, kaj bo podjetje storilo s 17 milijardami tolarjev sveže gotovine od prodaje 40% deleža podjetja Sava Tires koncernu Goodyear. Delničarji želijo večji del zase, vodstvo podjetja pa v skladu z dosedanjo politiko načrtuje obsežne naložbe v kemijsko dejavnost, zdraviliški turizem, bančništvo in investicijske sklade (Bertoncelj, 2002). Ugotovitve zgoraj kažejo, da menedžerji poskušajo vstopiti v nove dejavnosti, ko v osnovni dejavnosti ni več dobrih možnosti, zaradi koristi delničarjev pa bi bilo treba podjetje likvidirati.

Podobna razpotja je najti tudi v drugih slovenskih podjetjih. Nekatera so dosegla večji del svojega dobička leta 2001 v obliki izrednih dobičkov v zanje netipičnih dejavnostih (Mastnak, 2002). Intereuropa in Istrabenz sta donosno unovčila nekatere naložbe v mobilno telefonijo in bančništvo, manjši pa je bil prispevek osrednjih

dejavnosti, prodaje nafte in transporta. Avtor se sprašuje, ali sta lahko omenjeni družbi podobno uspešni v svojih dejavnostih. Istrabenz je del omenjenega prostega denarnega toka že vložil v turizem, Intereuropa pa napoveduje prevzeme v svoji temeljni dejavnosti (ibid.). V skladu z zgoraj navedeno raziskavo porabe prostega denarnega toka v ZDA je upravičeno podvomiti o dejanskih naložbenih priložnostih teh podjetij, saj je vzorec strategij menedžmenta izredno podoben. Zelo mogoče je, da bodo delničarji teh družb utrpeli škodo.

Negativne posledice rasti podjetja s prevzemi drugih podjetij za premoženje delničarjev so toliko večje, kolikor večja je prevzemna premija. Menedžerji pri prevzemni odločitvi tehtajo tako vpliv na tržno vrednost podjetja kot tudi zasebne koristi. Če so te velike, žrtvujejo precejšen del tržne vrednosti podjetja in izvedejo prevzem, pri čemer ciljno podjetje ustrezno preplačajo (Morck, Shleifer, Vishny, 1990, str. 32). Prevzemi podjetij z negativnimi donosi za prevzemno podjetje bi tedaj morali izkazovati nadpovprečno vsebnost zasebnih koristi menedžerjev. V ZDA so prišli do naslednjih ugotovitev (Morck, Shleifer, Vishny, 1990, str. 42, 45):³

- ocenjena donosnost prevzema za prevzemno podjetje je bila statistično značilno negativno povezana z obsegom prodaje ciljnega podjetja; to potrjuje tezo, da kupovanje rasti izpolnjuje menedžerski cilj dolgoročnega obstoja podjetja in ustvarjanja boljših možnosti za napredovanje za nižji menedžment;
- povprečna donosnost nakupov podjetij v povezanih dejavnostih je bila +2,9% (pozitivna v 45,6% primerov), v novih dejavnostih pa -4,1% (pozitivna donosnost v 32,2% primerov); s tem je potrjena teza o širitvi podjetij na neznana področja z namenom razpršitve svojevrstnega človeškega kapitala, ohranitve podjetja ob slabih naložbenih možnostih in zaščite delovnega mesta z dokazovanjem na drugih področjih;
- podjetja s slabimi dosežki v preteklosti (podpovprečna rast dobička glede na dejavnost) so izvedla manj donosne prevzeme (povprečna donosnost prevzemov je bila -5%) od dobrih podjetij (povprečna donosnost +3%); to pomeni, da imajo slabi menedžerji več motivov za preživetje podjetja in iskanje novih področij za dokazovanje – v takih podjetjih bodo problemi agenta največji.

Zadnja strategija iz Tabele 2-1 (za premajhno rabo dolga smiselno veljajo poudarki iz razprave o tveganju, ko je bila obravnavana politika naložb) je zasebna potrošnja sredstev podjetja s strani menedžerjev, ki se običajno navaja kot tipičen primer problemov agenta; ta se zdi zaradi razsežnosti posledic zgoraj obravnavanih strategij za premoženje delničarjev še najmanj pereča. Vendar pa se sem uvršča tudi

³ Donosnost prevzemnega podjetja je merjen kot količnik med spremembo njegove tržne vrednosti (pred prevzemom in po njem) in prevzemno ceno. To merilo je bolj kakovostno od odstotne spremembe tržne vrednosti, kajti izločen je vpliv velikosti prevzemnika, hkrati pa neposredno meri kakovost prevzema samega.

prelivanje premoženja podjetja v roke večinskega delničarja (ki je navadno tudi vrhnji menedžer) v škodo manjšinskih delničarjev, kot na primer:⁴

- neposredno prilaščanje sredstev (kraja),
- prodaja sredstev in transferne cene v korist večinskega delničarja,
- jamstvo za posojila,
- izraba poslovnih priložnosti podjetja in,
- izdaja delnic po nižji ceni v korist večinskega delničarja in trgovanje na podlagi notranjih informacij.

Pravo večine držav prepoveduje nekatere vrste takih transakcij. Prva norma je *standard skrbnosti dobrega gospodarja* (angl. *duty of care*), ki pa ga sodišča razlagajo s pomočjo pravila poslovne presoje (tožnik mora dokazati malomarnost, odsotnost upravičenega poslovnega namena in edini namen razlastitve zunanjih delničarjev). Dodatna težava je, da ni merila standardnega ravnanja menedžerja. Druga norma je *fiduciarna odgovornost*, ki zahteva, da se menedžerji ne okoriščajo na račun podjetja, ki mu dolgujejo zvestobo (načelo poštenosti). V deželah civilnega prava je pravna zaščita otežena, saj je fiduciarna odgovornost omejena na primere brez poslovnega namena, sodišča dajejo večjo težo drugim vplivnim skupinam podjetja in se bolj opirajo na stvarna zakonska pravila kot na načelo poštenosti (Johnson et al., 2000, str. 6).

Sodišča v Franciji, Italiji in Belgiji v takih primerih navadno presodijo v korist toženca: izraba poslovnih priložnosti je dopustna, če vsaj delno koristi vsem delničarjem; transferne cene ter prodaja pod lastno blagovno znamko so mogoče, če so v okviru opredeljene politike koncerna pod nadzorom večinskega delničarja; podpora matičnega podjetja od hčerinskega je upravičena, dokler le-to ni v nevarnosti stečaja – koristi manjšinskih delničarjev so drugotnega pomena (ibid., str. 8-11).

Za slovenske razmere je to vprašanje pomembno predvsem z vidika nastajajoče lastniške strukture in razvoja kapitalskega trga, saj se z rastjo števila in vpliva finančnih holdingov množijo tudi priložnosti in motivacija za oškodovanje malih delničarjev v gornjem smislu. To temo obravnavam v okviru poglavja 2.4.

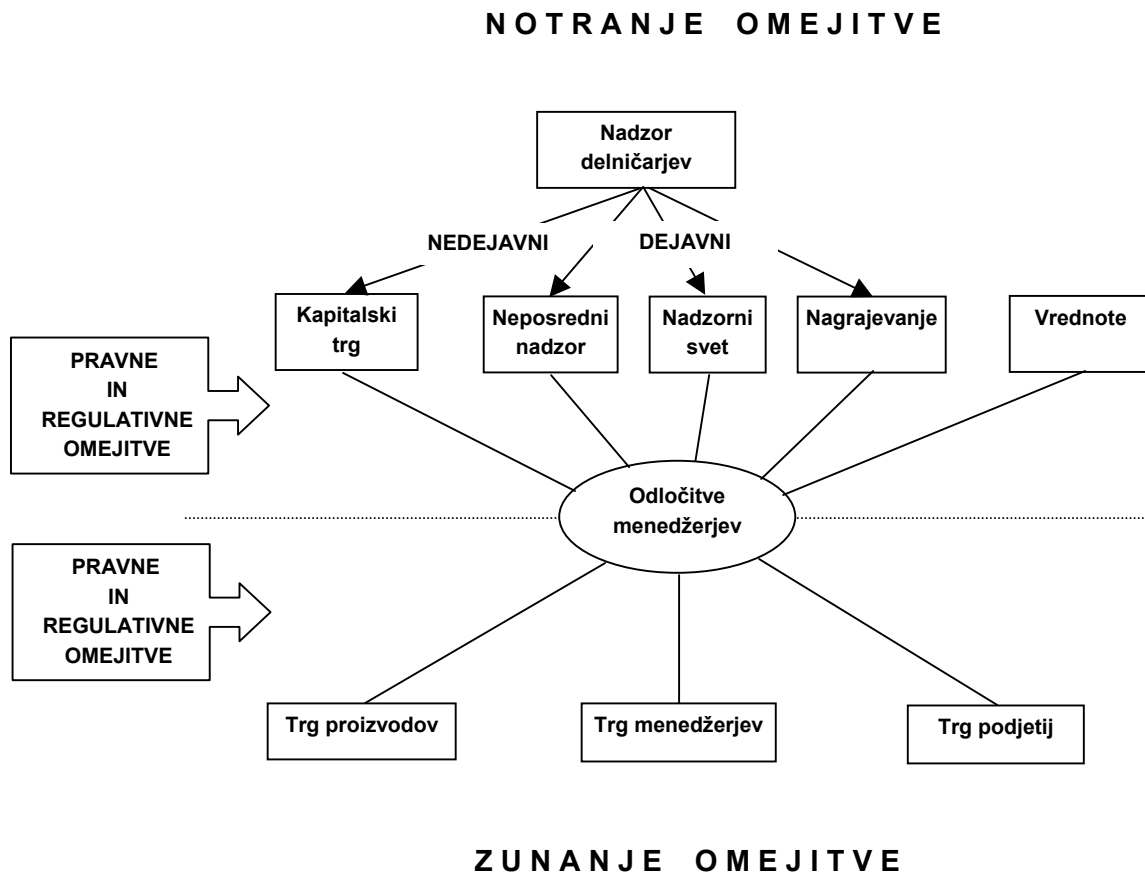
2.3. MEHANIZMI ZAŠČITE KORISTI DELNIČARJEV

Mehanizmi, ki lajšajo probleme agenta in usmerjajo menedžerje k maksimiranju vrednosti podjetja, se delijo na zunanje in notranje (Slika 2-1). Nagrajevanje je tema naslednjih poglavij, nadzor delničarjev (vladanje podjetjem) pa obravnavam v

⁴ Angl. »tunnelling« po češkem zgledu razlastitve manjšinskih delničarjev.

naslednjem podpoglavju. Na tem mestu bom na kratko opisal zunanje dejavnike nadzora in notranjo motivacijo menedžerjev.

Slika 2-1 Omejitve svobodnega delovanja menedžerjev



Vir: Prirejeno po Gray, Hanson, 1993, str. 2.

Zelo konkurenčen **trg proizvodov** sili menedžerje k nižanju stroškov in prizadevanju za ohranjanje zaposlitve, saj je grožnja likvidacije večja (Prašnikar, 1998, str. 277). Strategija maksimiranja vrednosti za delničarje je lahko ustrezen odgovor na take grožnje. Trg proizvodov opravlja naloge omejenega trga podjetij: če se menedžerji obnašajo preračunljivo, bo podjetje s sposobnejšim menedžmentom odvzelo tržni delež podjetju s šibkejšim (preračunljivim) menedžmentom (Höpner, 2001, str 15). Pomemben dejavnik konkurence je internacionalizacija. Raziskava, opravljena v Nemčiji na vzorcu 40 velikih javnih podjetij, je pokazala visoko (negativno) koreliranost med usmerjenostjo podjetja k ustvarjanju vrednosti za delničarje in zaščiteno dejavnosti pred tujo konkurenco.⁵ Podjetja iz zaščitene dejavnosti (predvsem storitvena dejavnost kot založništvo, gradbeništvo, trgovina) so zasedla zadnja mesta po vrednosti indeksa, podjetja iz kemijsko-farmacevtske dejavnosti pa

⁵ Indeks vrednosti za delničarje je bil sestavljen iz treh močno povezanih spremenljivk: komunikacijske plati (kakovost in povednost letnih poročil, negovanje odnosov z delničarji), operativne ravni (dobičkovni cilji na ravni delov podjetja) in nagrajevanja menedžerjev z delniškimi instrumenti.

vrhnja. Zanje že tradicionalno veljajo večje naslanjanje na notranje financiranje, manj tesni odnosi s hišno banko, manj navzkrižnega lastništva z drugimi podjetji in večja vpetost v mednarodno menjavo (Höpner, 2001, str. 16).

Fama pripisuje **trgu menedžerjev** odločilen vpliv pri discipliniranju menedžerjev. Velik del osebnega premoženja menedžerja je vezan na uspešnost poslovanja podjetja, saj so od nje odvisni njegovi prihodnji prejemki (angl. *ex-post settling up*). Pogoja za uspešno delovanje trga menedžerjev sta usklajevanje nagrajevanja v rednih intervalih in znosno popačenje pri ocenjevanju uspešnosti dela menedžerjev (Fama, 1980, str. 304). Delovanje trga menedžerjev se poleg vpliva na nagrajevanje in ugled kaže tudi v povezavi z notranjimi mehanizmi nadzora: v ZDA so ugotovili, da so skoraj polovico nasprotnih predlogov pri glasovanju na skupščini delničarjev (angl. *proxy contest*) sprožili bivši menedžerji, ki so zapustili podjetje zaradi sporov glede poslovne politike (Dodd, Warner, 1983, str. 402). Tudi nedejavni nadzor delničarjev s prodajo delnic posredno deluje s pomočjo trga menedžerjev, saj nizka cena delnic vpliva na ugled menedžerjev.

Obstajajo različna mnenja o vplivu **trga podjetij** na nadzor menedžerjev. V ZDA so ugotovili, da upravni odbor uspešno obvladuje probleme agenta v podjetjih, ki poslujejo slabo glede na dejavnost, veliko slabše pa se odreže, ko je celotna dejavnost v težavah. Tedaj so sovražni prevzemi tista potrebna zunanja spodbuda, ki v podjetju pospeši izvajanje težavnih ukrepov prestrukturiranja (Morck, Shleifer, Vishny, 1988, str. 293). Osnovni pogoj za uspešno delovanje tega mehanizma je likviden kapitalski trg, pogostnost sovražnih prevzemov pa nekateri opredeljujejo kot ključno potezo pri razmejevanju sistemov vladanja podjetjem: v takih sistemih podjetja izplačujejo več dodane vrednosti delničarjem, manj dodane vrednosti v obliki plač in so manj usmerjena k strategijam rasti (Höpner, 2001, str. 18). Nasploh je pri prevzemih podjetij nesporen prerazdelitveni učinek, manj jasen pa je njihov prispevek k rasti celotne vrednosti (združenega) podjetja. Kot je bilo pokazano v poglavju 2.2., so prevzemi podjetij predvsem pojavna oblika problemov agenta na področju neučinkovitih zunanjih naložb menedžmenta, ne pa sredstvo reševanja teh problemov.

Opazni sta dve smeri razvoja trga podjetij: v ZDA so prevzemi v devetdesetih letih postali redki zaradi rastočega političnega nasprotovanja in sodnih odločitev v korist obrambnih strategij menedžmenta; v Veliki Britaniji so odstranili odločujoči motiv za prevzeme, in sicer računovodsko pravilo, po katerem je lahko prevzemno podjetje umetno povečalo dobiček (Bishop, 1993, str 13); v Nemčiji so odstranili mnoge ovire za sovražne prevzeme – banke opuščajo močne vezi s podjetji, saj jih to ovira pri investicijskem bančništvu; pravna pravila so se spremenila in so naklonjena prevzemom – Zakon o nadzoru in transparentnosti v podjetjih (*KonTraG*) iz leta 1998 je prepovedal omejevanje glasovalnih pravic, eno najmočnejših obrambnih strategij,

Zakon o lažjem pridobivanju kapitala (*KapAEG*) iz istega leta pa je predpisal več dodatnih razkritij (Baums, 2002, str. 18). Soodločanje delavcev se uresničuje na področju razvijanja produktivnosti, sindikati pa so leta 2001 sprejeli prevzeme kot primeren način ekonomskega obnašanja (Höpner, 2001, str. 19). Vse naštetu je prispevalo k porastu sovražnih prevzemov oziroma večji grožnji menedžerjem z njimi v zadnjih letih. Vpliv trga podjetij kot mehanizma nadzora je tudi tesno povezan z likvidnostjo kapitalskega trga, stopnjo internacionalizacije (več konkurentov, večja verjetnost prevzema) in močjo institucionalnih delničarjev (boljša informiranost, večja motivacija za prodajo kot pri strateških ali družinskih delničarjih).

Sovražni prevzem je lahko učinkovit mehanizem, vendar je pri vsakodnevnih odločitvah trden nadzor nadzornega sveta boljši (Bishop, 1993, str. 5). Dodatna težava za delovanje tega mehanizma na neučinkovitih trgih kapitala, kamor spada tudi slovenski, je osredinjavanje menedžmenta na kratkoročne strategije rasti tečaja delnice namesto na dolgoročno donosnost. Gray in Hanson ugotavljata, da v gospodarstvih na prehodu zaradi nerazvitosti trgov ni računati z zunanjimi omejitvami pri nadzoru menedžerjev, zato priporočata dejavni nadzor delničarjev (Gray, Hanson, 1993, str. 30). Slovenska zakonodaja sodi med protiprevzemne (obvezna ponudba za odkup vseh delnic pri sorazmerno nizkem lastniškem deležu 25%, mogoča je le enotirna ponudba) in varuje male delničarje ter s tem krepi notranji nadzor. Pri nas torej tudi zaradi tega ni pričakovati, da bi trg podjetij lahko opravljal pomembnejše naloge nadzora.

Usmeritev k maksimiranju vrednosti podjetja je lahko tudi del **menedžerske »miselnosti«**. V Nemčiji uživajo menedžerji takih podjetij izredno velik ugled. Prav tam se večja skrb za cilje delničarjev časovno ujema z nekaterimi premiki v družbenem okolju menedžerjev: večje število mlajših in finančno izobraženih menedžerjev v primerjavi s tehničnimi poklici (32%, tradicionalno 60%), večje zaposlovanje vrhunskih kadrov zunaj podjetja (17% leta 1990, 35% leta 1999), krajšanje mandatov (s 13 na 7 let), kar lahko kaže na razkroj nemške različice kapitalizma – dolg mandat je zagotovilo za gradnjo dolgoročnih odnosov uprave z dobavitelji, bankami, kupci, drugimi podjetji in zaposlenimi. Usmerjenost k vrednosti visoko korelira z višjimi spremenljivimi in nespremenljivimi nagradami menedžerjev in vsaj prve tudi upravičuje (Höpner, 2001, str 24).

2.4. VLADANJE PODJETJEM V SLOVENIJI IN CILJI POSAMEZNIH VPLIVNIH SKUPIN

Prašnikar in Gregorič sta poimenovala slovensko obdobje po odpravi družbene lastnine labirint, v katerem se različne vplivne skupine spopadajo za prevlado v podjetjih, bodisi z uveljavljanjem lastniške funkcije in izrabo notranjih informacij bodisi po organih upravljanja (Prašnikar, Gregorič, 1999, str. 29). Raziskave kažejo, da so cilji podjetja še vedno določeni predvsem s cilji zaposlenih, menedžment pa drugotno

poskuša zagotoviti dolgoročno preživetje podjetja, finančno neodvisnost in stanovitne vire financiranja. Vrednost podjetja je v ozadju (Mramor, 1999, str. 224). Na tem mestu bom poskusil na kratko ponazoriti posledice trenutnih in prihodnjih razmerij pri vladanju podjetjem na možnostih uveljavljanja cilja maksimiranja vrednosti podjetja v Sloveniji. Vplivne skupine, ki jih bom obravnaval, so institucionalni delničarji, banke, menedžment, delavci in država.

Institucionalni delničarji. Za Slovenijo je značilna visoko kopičenje lastništva investicijskih skladov v podjetjih. Družbe, ki jih upravljajo, nastopajo kot dejavni delničarji pri imenovanju članov nadzornega sveta in uprave ter celo pri dnevni poslovnih odločitvah (Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 11). Svoj vpliv povečujejo s sklepanjem neformalnih medsebojnih sporazumov glede pravice do informacij, finančnih dosežkov, delitve dobička, nagrajevanja uprave, odkupa lastnih delnic ipd. (Lukovac, 1996, str 62). Mali delničarji nimajo potrebnih izkušenj, znanja in tradicije in tako pri upravljanju nimajo skoraj nobenega vpliva (Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 11). Veliki institucionalni delničarji rešujejo problem zastojkarstva, saj združujejo razpršeno lastništvo z osredinjenim nadzorom (Gray, Hanson, 1993, str. 9). Po drugi strani prinaša kopičenje lastništva mnogo slabosti. Razmeroma velik delež v posameznem podjetju pomeni veliko izgubo pri prodaji delnic ob izstopu iz podjetja, še posebej v razmerah slabo likvidnega slovenskega kapitalskega trga, kar se logično zrcali v potrebi po dejavnem nadzoru dnevnega poslovanja, saj učinkovit nedejavni nadzor s pomočjo kapitalskega trga ni mogoč. Seveda je povečevanje lastniških deležev pidov popolnoma nasprotno izvirnemu namenu: razpršitev tveganja, zbiranje prihrankov, krepitev kapitalskih trgov (Ribnikar, 1999, str. 19). Večina pidov se namerava spremeniti v finančne holdinge, le nekaj v investicijske družbe, še manj pa v odprte vzajemne sklade (Delo, 20.2.2002). Hkrati prihaja do kopičenja lastništva samih pidov in umestna je napoved, da bo večina slovenskih podjetij v lasti manjše skupine neposredno ali po pidih (Ribnikar, 1999, str. 23). Bojazen, da se bodo pidi obnašali v smislu iskanja ekonomskih rent in finančno izčrpavali podjetja (Prašnikar, Gregorič, 1999, str. 34), se zdi zaradi tega drugotna. Ribnikar pripisuje bankam kot lastnicam nekaterih dzu koristne naloge, saj naj bi znale pridobiti delničarje v pide, ki jih upravljajo (Ribnikar, 1999, str. 23). Žal se delež dzu v lasti bank v pidih, ki jih te dzu upravljajo, zmanjšuje (Hočevar, 2002).

Zakonodajalec poskuša sedaj pide preoblikovati v vzajemne sklade in tako preobrniti pojave kopičenja lastništva ter pospešiti razvoj trga kapitala (Štajner, 2002). Novi zakon o investicijskih družbah poudarja predvsem načela varnosti in razpršitve ter omejuje vpliv teh družb na upravljanje. Gray in Hanson zaradi velikega tveganja prav tako poudarjata načelo varnosti finančnih ustanov v državah na prehodu, vendar pa menita, da je prednostna naloga zakonodajalcev teh držav omogočiti učinkovito vladanje podjetjem z dejavnim nadzorom institucionalnih delničarjev, ki bi imeli boljši dostop do informacij, tesnejše vezi z menedžmentom in višjo raven izkušenj v

finančnih zadevah. Prevelika ureditev investicijskih skladov bi po mnenju avtoric onemogočila dejavni nadzor, zato priporočata uvedbo fiduciarne odgovornosti velikih delničarjev nasproti malim ter močnega zunanjega nadzornika investicijskih skladov (Gray, Hanson, 1993, str. 11). Prvo možnost po vzoru ZDA zagovarjata tudi Bohinc in Bainbridge, a dvomita, da bo sprememba zakonov zadostna, saj v Sloveniji delničarji nimajo izkušenj s sodelovanjem pri upravljavskih razpravah ali z uporabo sodnih poti za zaščito svojih koristi (Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 19). Zato se zavzemata za omejevanje vpliva investicijskih družb pri upravljanju podjetij in izbor poklicnih ter neodvisnih članov nadzornega sveta, ki bi zavirali zlorabo položaja velikih delničarjev (ibid., str. 29). Slovenija gre po drugi poti, obenem pa s povečanim nadzorom holdingov poskuša zaščititi male delničarje tudi v finančnih holdingih, nastalih iz pidov (Toplak, 2002). Ločenost investicijskih družb in vzajemnih skladov od dejavnega nadzora podjetij pomeni spodbudo likvidnosti kapitalskega trga, saj omogoča delničarjem prosto trgovanje z delnicami brez strahu pred obtožbami zlorabe notranjih informacij. Mramor meni, da ni razlogov, zakaj bi veliki delničarji bili bolje obveščeni (Delo, 24. 5. 2002), Bhattacharya pa ne vidi možnosti za uspešno preganjanje insiderstva, saj Slovenija nikoli ne bo imela nadzornega telesa z zadostnimi pooblastili (ibid.). To preprosto pomeni, da trg kapitala v Sloveniji nima prihodnosti. Mogoče je predvideti, da bodo slovenska podjetja (oziroma njihovi menedžerji) ob množici nedejavnih institucionalnih delničarjev, urejenih po ameriškem vzoru, ob nezadostno učinkovitih trgu kapitala in trgu menedžerjev ter protiprevzemni zakonodaji ostala brez učinkovitega nadzora. Nedejavnost institucionalnih delničarjev sicer ni nujno posledica omejevalne zakonodaje, temveč je najbrž posledica slabe motiviranosti njihovih menedžerjev: skladi nimajo velikih delničarjev, ki bi želeli prevzeti nadzorne naloge, zato delničarji skladov menedžerjev skorajda ne morejo odstaviti; grožnje sovražnega prevzema ni, prav tako ne pritiska trga kapitala, kajti investicijski skladi so upniki. V Veliki Britaniji so pokojninski in vzajemni skladi glavno gonilo kratkoročne usmerjenosti – zaradi potreb svojih delničarjev zahtevajo stalne visoke dividende (rente) ter podpirajo poslovno politiko uprave, dokler jim ta prinaša zeleni denarni tok (Hutton, 1998, str. 320).

Če vladi ne bo uspelo uveljaviti preoblikovanja pidov v investicijske družbe oziroma vzajemne sklade, bo ves vpliv nad podjetji nakopičen v rokah nekaj velikih delničarjev. Osnovni problem močnega vpliva institucionalnih delničarjev je možnost zlorabe prednostnega položaja (angl. *self-dealing, tunnelling*) oziroma razlastitev malih delničarjev. Delno sem o tem že pisal v zaključku poglavja 2.2. V ospredje stopa tedaj namesto običajnih problemov agenta spor med malimi in velikimi delničarji.

Pravna zaščita malih delničarjev je osnovni dejavnik, ki vpliva na kopičenje lastništva v svetu. Kjer je ta zaščita slaba, razvoj podjetij ne poteka s pomočjo kapitalskih trgov, saj nadzorni delničar tvega izgubo zasebnih koristi nadzora (angl. *private benefits of*

control) in stori vse za ohranitev nadzora. V državah s slabo zaščito delničarjev je le četrtnina velikih podjetij v razpršeni lasti, v državah z dobro zaščito pa skoraj polovica (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999, str. 19). Za prve države je značilen prevladujoč vpliv posameznikov in države na upravljanje podjetij. Mehanizmi, s katerimi ti delničarji povečujejo svoj vpliv na upravljanje na podlagi deleža denarnih pravic, so piramidalna lastniška sestava, navzkrižno lastništvo in sodelovanje v menedžmentu. Zanimivo je, da - z izjemo Nemčije - finančne ustanove nimajo večjega vpliva na vladanje podjetjem in je moč družinskih delničarjev v primerjavi z malimi delničarji skoraj neomejena (ibid., str. 27).

Z izboljšanjem zaščite delničarjev morajo nadzorni delničarji posegati po vedno dražjih instrumentih, kot je na primer vzpostavitev vmesnih podjetij, v katere se steka dobiček. Na neki točki postane tako početje negospodarno in je preprosteje izplačati dividende, s tem pa naraščajo možnosti zunanjega financiranja podjetij (La Porta et al., 2000, str. 4). Nasprotno pa šibka zaščita pomeni visoko vrednost zasebnih koristi nadzora, saj omogoča nadzornim delničarjem učinkovito razlastitev manjšine. Zasebne koristi pomenijo precejšen delež vrednosti podjetja.

Dobra pravna pravila so tista, ki jih je mogoče uveljaviti v praksi. Mehanizmi zaščite teh pravic so nadzorniki trga, sodišča in udeleženci na trgu sami. Če je sodni sistem neučinkovit, so državna telesa lahko ključna. Izkušnje s Poljske in Češke to potrjujejo: poljska vlada je uvedla strog zakon o trgu vrednostnih papirjev, obsežna razkritja, dovoljenja za poslovanje posrednikov, nadzor posrednikov ter močno komisijo z zunajsodnimi pooblastili. Sledil je močan razmah kapitalskega trga. Nasprotno je ob privatizaciji ravnala Češka in posledica je bila obsežna kraja sredstev podjetij, umik večine podjetij z borze in odmrtnje primarnega trga kapitala za podjetja (ibid., str. 27).

V Sloveniji se podjetja na borzi navadno prevzemajo po dvojni ceni, po čemer je mogoče sklepati, da lahko delničarji vladajo podjetjem le, če pridobijo nadzorni delež (Kleindienst, 2002). To kaže na precejšnje zasebne koristi nadzora, ki pritekajo večinskim delničarjem ali menedžerjem (angl. *corporate governance discount*), medtem ko imajo denarne pravice ostalih delničarjev majhno vrednost. Nadzorna premija (B strešica) je vsota spremembe vrednosti denarnih pravic iz delnic in zasebnih koristi, ki pritekajo samo nadzornemu delničarju (Dyck, Zingales, 2002, str. 10):

$$\hat{B} = \lambda B_b + (1 - \lambda) B_s - \alpha (1 - \lambda) (Y_b - Y_s)$$

kjer je $\lambda \in [0, 1]$ pogajalska moč nadzornega delničarja-prodajalca, $B_{b,s}$ zasebne koristi kupca in prodajalca, $Y_{b,s}$ finančne koristi iz delnice (cena delnice) po prevzemu in pred njim, α pa delež nadzornega paketa v kapitalu podjetja. Dyck in Zingales sta na

vzorcu 39 držav ugotovila, da znaša nadzorna premija v razmerju do celotnega kapitala povprečno 14%.⁶ Zasebne koristi so dejansko večje, saj novi nadzorni delničar poveča vrednost delnice za 6% (tretji člen v gornji enačbi) (ibid., str. 14). Raziskava je tudi pokazala, da v državah z visoko ravniyo zasebnih koristi vlade privatizirajo državna podjetja pretežno s pomočjo posamičnih pogajanj. Tako namreč iztržijo nadzorno premijo, ki v široki javni prodaji ne bi bila tako visoka.⁷ Tudi slovenska vlada pri privatizaciji Telekoma stavi na posamičnega ponudnika in odlaša z uvrstitvijo podjetja v borzno kotacijo (Finance, 18.3.2002). Dyck in Zingales sta ugotovila tudi, da tuji delničarji (podjetja) iz držav s slabo zaščito delničarjev v povprečju plačajo 2,6% več od prevzemnikov iz držav z dobro zaščito malih delničarjev, saj morejo izvleči iz podjetja več zasebnih koristi (domača zakonodaja in javni nadzor jim tega ne preprečujeta v zadostni meri). Ponudnik, ki ponudi največ denarja, torej ni vedno optimalen za razvoj podjetja (Dyck, Zingales, 2000, str. 22-23), saj je mogoče, da bo uresničeval zasebne cilje v škodo ostalih delničarjev, podjetja samega in njegovih vplivnih skupin. Med dejavniki, ki precej omejujejo zasebne koristi, sta avtorja prepoznala naslednje: pravice manjšinskih delničarjev, visoka raven razkritij, učinkovitost pravnega sistema (skupaj pojasnijo 20% variance), konkurenca na trgu proizvodov, razširjenost tiskanih medijev (izguba ugleda), učinkovit davčni sistem (zavira uporabo transfernih cen; ti dejavniki pojasnijo 23% variance) (ibid., str. 33-35).⁸

Možnost pridobivanja zasebnih koristi močno zavira delovanje kapitalskega trga in gospodarsko rast. V takih državah je značilno sočasno gibanje delnic in nizka vsebnost posebnih informacij v njihovih cenah.⁹ To je posledica neizvajanja informirane arbitraže. Četudi je mogoče napovedati prihodnji denarni tok nekega podjetja, arbitraža ni mogoča, saj je vprašljivo, ali nekoč preide v dividende ali pa si ga v drugi obliki prilastijo nadzorni delničarji (Durnev, Morck, Yeung, 2001, str. 12). Zato ni pričakovati vlaganja v obdelovanje informacij in iskanje izjemnih donosov, cene delnic pa se gibljejo v isto smer predvsem na podlagi makroekonomskih gibanj.¹⁰ Cene delnic zato niso instrument razmestitve kapitala in ne mehanizem

⁶ Zanimivi sta vrednosti za Poljsko in Češko: 11% in 58%.

⁷ Razdrobljeni delničarji plačajo toliko, kolikor je vreden njihov glas pri kasnejši prevzemni ponudbi, to pa je skupno manj od tistega, kar bi s pomočjo pogajanj prejel velik nadzorni delničar.

⁸ To pomeni, da je mogoče z izboljšanjem davčnega nadzora zagotoviti višjo raven zaščite manjšinskih delničarjev in s tem spodbuditi razvoj kapitalskega trga.

⁹ Sočasnost se meri z odstotkom variance donosnosti delnic podjetja, ki je pojasnjen z donosnostjo trga. Za celotno državo je treba izračunati tehtano povprečje teh odstotkov.

¹⁰ Mogoče je tudi gibanje, neodvisno od njih. Neinformirani trgovalci ustvarjajo nerazumska borzna gibanja in s tem še dodatno izrinjajo informirane igralce s trga. Nihanje skupnega trga je še večje, ob enaki vsebnosti posebnih informacij v cenah delnic (in nesistematični varianci donosov) pa je večja tudi sočasnost, saj je povečana skupna varianca donosnosti delnic posledica povečanega nihanja vseh tečajev na kapitalskem trgu.

ocenjevanja naložbene politike menedžerjev.¹¹ Sočasnost je negativno korelirana z realno rastjo BDP na prebivalca in rastjo produktivnosti (ibid., str. 23). Tudi bančni sistem je šibak nadomestek za slabo delujoč kapitalni trg, saj je bančni sektor v teh državah precej pod vplivom države, ekonomska rast pa nizka. Avtorji pripisujejo razloge za tako stanje ekonomski eliti, ki je nastala zgodaj med prehodom in se poskuša s političnim iskanjem rent utrditi na položajih; pravice manjšinskih delničarjev jih pri tem omejujejo, delovanje kapitalnega trga bi zaradi financiranja novih podjetij lahko prekinilo obstoječe stanje, še posebej nevarna pa je izpostavljenost globalnim trgov. Ta omejuje vpliv politike na gospodarstvo, preskrbi nova podjetja s svežim kapitalom in omogoča lokalnim varčevalcem nalaganje prihrankov v podjetja, ki jih elita ne nadzira, ter ji s tem odvzame položaj edinega kupca na finančnem trgu. Pričakovati je močan nastop elite proti liberalizaciji, še posebej proti sprostitvi kapitalnih tokov (ibid., str. 32). Poglavitno sredstvo utrditve položajev elite je hitro oblikovanje piramidalnih skupin podjetij, s katerimi se nadomesti slabo delovanje finančnega sistema in razširi obseg virov pod nadzorom elite. Tudi v Sloveniji se pojavlja prepleteno (navzkrižno) lastništvo pidov (finančnih holdingov) in podjetij. Kaže namreč, »da se bodo lastniško povezovala podjetja, ki jih menedžerji ne nameravajo prevzeti in v katerih država ali tujci ne bodo imeli (neposredno ali posredno) pomembnih upravljaljskih deležev. Po mnenju nekaterih lahko takšne povezave sčasoma prerastejo celo v oblikovanje nekakšnega mega holdinga, ki bo lastniško nadziral nekatere "blue chipe" in pide« (Hočevar, 2002). Po drugi strani tudi menedžerji nasprotujejo večjemu vplivu paradržavnih skladov, tako da ni mogoče izločiti utrjevanja pridobljenih položajev na račun delničarjev.

Slovenija po nekaterih kazalcih dobro varuje male delničarje (sklic skupščine na zahtevo 5% delničarjev, predkupna pravica, obveznost deponiranja delnic pred skupščino je prepuščena statutu, glasovanje po pooblastilu je olajšano, načelo ena delnica-en glas, ni možnosti omejitve glasovalnih pravic pri javnih podjetjih), po drugih manj (sorazmerna zastopanost v nadzornem svetu je mogoča le za imetnike vinkuliranih delnic (264. čl. Zakona o gospodarskih družbah, odslej ZGD), ni možnosti zbirnega glasovanja, tožbe so mogoče le na lastne stroške). ZGD pa se ni zgledoval po nemškem KonTraG, ki je omejil možnosti piramidalne in navzkrižne lastniške sestave zaradi ločevanja lastništva in nadzora, s tem da je onemogočil glasovanje javnih podjetij na skupščini drugih podjetij glede izbora članov nadzornega sveta (Baums, 2002, str. 19).

Država. Odškodninska in Kapitalna družba sta paradržavna sklada pod posrednim političnim nadzorom. Obstaja resna nevarnost podrejanja ekonomskih meril vsakodnevnim političnim ciljem. Empirične študije v evropskih državah na prehodu kažejo, da podjetja v zasebni lasti vsaj štiri leta tri- do petkrat hitreje povečujejo

¹¹ *Stroški kapitala slabo vodenih podjetij bi se morali dvigniti in trg kapitala bi moral preusmeriti kapital od slabih h kakovostnim podjetjem.*

produktivnost od tistih v državni lasti (Bohinc, Bainbridge, 1999, str. 17). Vlaganje po socialno-političnih načelih se seveda zrcali v zmanjšanih donosih delnic preostalih delničarjev. Za zdaj obnašanje teh dveh skladov kaže na to, da uresničujeta politiko dobrega finančnega premoženja, saj zmanjšujeta deleže v posameznih podjetjih, s tem pa tudi vpliv na upravljanje (Prašnikar, Domadenik, Svejnar, 1999, str. 255).

Banke. Banka s hkratnimi nalogami delničarja in upnika skrbi zlasti za svoje upniške koristi: čim višje obrestne mere, izbor projektov z nizkim tveganjem, naložbe v fizično premoženje (Morck, Nakamura, 2000, str. 11). Celo v tradicionalno močnih bančnih okoljih poskušajo zato omejiti vpliv bank na upravljanje podjetij. V Nemčiji so z uvedbo KonTraG omejili možnost glasovanja bank po pooblastilu, če njihov lastniški delež znaša več kot 5%. Banka lahko tedaj glasuje samo po pisnem navodilu delničarjev ali če se vzdrži glasovanja na podlagi lastnega deleža (Baums, 2002, str. 17). Pri nas se banke postopno umikajo iz pidov, tako da ni pričakovati njihovega opaznejšega vpliva na vladanje podjetjem.

Menedžment. Dolžnost uprave je vodenje družbe v dobro delniške družbe (246. člen ZGD). Dolžnost maksimiranja vrednosti delnice ni opredeljena (če se odmisli posredno določilo, zapisano v 256. členu ZGD, po katerem mora uprava poročati nadzornemu svetu o donosnosti lastniškega kapitala), v primerjavi z nemškim pravom pa tudi ni zapisana dolžnost zastopanja koristi drugih vplivnih skupin (Baums, 2002, str. 5). V Nemčiji mora menedžer v imenu družbe delovati kot dober državljan. Kljub močni pravni zaščiti ostalih vplivnih skupin podjetja je v nemškem pravu opazna preusmeritev k poudarjanju vrednosti za delničarje (Kocbek, 2001, str. 114), predvsem s sprostitev pridobitve lastnih delnic. Ureditev, ki jo je uzakonil KonTraG leta 1998, prevzema tudi ZGD v 240. členu, kjer skupščina upravi družbe lahko podeli 18-mesečno pooblastilo za pridobivanje lastnih delnic brez posebnega namena, vendar ob spoštovanju splošnih omejitev zakona. Žal pa se sprememba ZGD ni zgledovala po nemškem zgledu glede uveljavljanja odgovornosti uprave: po KonTraG smejo že delničarjem s 5-odstotnim deležem zahtevati, naj nadzorni svet (sodno) ukrepa proti menedžmentu. Vendar tako nemško kot slovensko delniško pravo ne zagotavljata učinkovitega sodnega varstva koristi delničarjev, saj družbo proti menedžmentu zastopa nadzorni svet (275. čl. ZGD), ki edini v imenu in na stroške družbe lahko vloži tožbo proti menedžmentu. Če to stori na pobudo delničarjev, nosijo ti ob neugodnem izidu vse stroške tožene strani in družbe same.

Obstaja več pogledov na lastništvo menedžerjev v podjetjih. Morck, Shleifer in Vishny so v ZDA ugotovili, da lastništvo menedžerjev vpliva na vrednost podjetja tako: od 0 do 5% rastoč lastniški delež je povezan z rastjo Tobinovega Q podjetja kot posledica uravnoteženosti koristi menedžerjev in delničarjev. Med 5 in 25% pa Tobinov Q pada, ker imajo menedžerji dovolj moči, da ohranijo položaj in uresničujejo svoje cilje (angl. *entrenchment*) (Morck, Shleifer, Vishny, 1988, str. 294).

Po drugi strani pa so pozitivni učinki višjega menedžerskega nadzora predvsem možnost naložb v organizacijski kapital podjetja, zaščita menedžerjev pred učinki kratkoročnih finančnih kazalnikov in omejitev odtekanja konkurenčno občutljivih informacij. Prašnikar in Gregorič menita, da je dejavnost menedžerjev odločilna pri prestrukturiranju podjetij v Sloveniji, pri tvorjenju mehkega kapitala in oblikovanju strategij rasti (Prašnikar, Gregorič, 1999, str. 29). V kolikšni meri jim to lahko uspe, je odvisno predvsem od njihovega lastniškega deleža (ibid., str. 35). Ustrezen delež menedžmenta je edina spodbuda za povečevanje vrednosti podjetij v razmerah, ko si vse ostale vplivne skupine podjetja prizadevajo za pridobivanje ekonomskih rent (ibid., str. 34). Menedžment tedaj opravlja naloge zunanjega delničarja. K večjemu vplivu menedžerjev prispeva skupni delež notranjih delničarjev, četudi ni večjih razlik v strateškem prestrukturiranju podjetij s pretežno zunanjim in notranjim lastništvom (ibid., str. 49).

Stulz je postavil model, po katerem vrednost podjetja pri majhnem deležu menedžerjev α narašča s tem deležem, ko pa α postane velik, je odvisnost negativna. Če se zgodi prevzem, zunanji delničarji pri določeni prevzemni premiji P ponudijo v prodajo delež podjetja $(1-\alpha)S(P)$, kjer je $S(P)$ verjetnost ponudbe, ki raste s P . Menedžerji namreč zaradi visokih zasebnih koristi nadzora svojega deleža ne prodajo. Pri nizki vrednosti α premija mora rasti, da bi prevzemnik pridobil nadzorni delež; s tem raste tudi vrednost podjetja. Ko je α večji, verjetnost uspešnega prevzema pri isti P pada (pri $\alpha=0,5$ je ta verjetnost enaka 0), njegove koristi pa so omejene s sinergijskimi učinki. Pri neki vrednosti α postane torej zmnožek verjetnosti prevzema in rastoče premije majhen in vrednost podjetja se zmanjša (Stulz, 1988, str. 27-35). Hubbard in Palia sta z raziskavo prevzemov v ZDA ugotovila podobno nemonotono odvisnost: pri majhnem lastniškem deležu menedžerjev ti uresničujejo svoje cilje, ki ne povečujejo vrednosti podjetja, zato so ob prevzemu pripravljene preplačati ciljno podjetje; ko njihov delež raste do 5%, prevzemna premija pada. Nad 5% deležem imajo menedžerji v lasti veliko nerazpršeno premoženje, a uživajo tudi višje zasebne koristi nadzora. Zato za uravnoteženje tveganja namesto finančnega trga raje uporabijo prevzem. Višja prevzemna premija tedaj neposredno zrcali vrednost nadzora menedžerjem (Hubbard, Palia, 1995, str. 18). Zasebne koristi nadzora in klasični moralni hazard so torej kakovostno različne kategorije.

Delavci. Slovenska podjetja se ne glede na lastništvo še zmeraj obnašajo kot delavska. Razlogi za to so visoko notranje lastništvo delavcev, zastopanost delavcev v organih upravljanja, moč sindikatov pri pogajanjih za plače, dolgoletno sodelovanje menedžerjev in delavcev ter neustrezna usmeritev finančnih direktorjev (Mramor, Valentinčič, 2002, str. 13-14). Izid tega je zmanjševanje sredstev podjetij, financiranost večinoma z lastniškim kapitalom, nizka donosnost kapitala, nizke dividende in rast plač, ki prehitveva rast produktivnosti (ibid.). Prašnikar in Gregorič menita, da slovenska zakonodaja odpira zaposlenim pri upravljanju podjetij prevelik

prostor, kar lahko pripelje do uveljavljanja kratkoročnih koristi zaposlenih v podjetju. Sindikati niso usmerjeni v dejavnost podjetij, temveč si z medsebojnim konkuriranjem prizadevajo za doseganje ekonomskih rent svojih članov (Prašnikar, Gregorič, 1999, str. 33).

Na podjetje je mogoče gledati kot na različne zveze med menedžerji, delavci in delničarji. Dogodijo se lahko trije sporni položaji: menedžerska prevlada proti zvezi delničarjev in delavcev, zunanje-notranji spor (menedžerji in delavci proti delničarjem), razredni spor (delavci proti menedžerjem in delničarjem).

Skladnost koristi delničarjev in delavcev obstaja glede ravni razkritij. Da bi delavci podjetje lahko učinkovito soupravljali, potrebujejo resnične podatke. Možnost oblikovanja skritih rezerv ni v korist delavcem: v obdobju visokih dobičkov delavci ne morejo zahtevati višjih prejemkov, ker so dobički prikriti, ko podjetje posluje slabo, pa izkoriščanje skritih rezerv (z namenom prikrivanja slabih dosežkov) lahko ogrozi obstoj podjetja. Drugo stičišče koristi je nagrajevanje menedžerjev, kjer bi tudi delavci morali zagovarjati nagrajevanje po učinku. Na operativnem področju skladnost koristi ni več enotna. Konglomeratni koncerni, ki opravljajo poleg osnovne dejavnosti še hitro rastoče dodatne dejavnosti ter prelivajo sredstva med njimi, se na kapitalskem trgu prodajajo po nižji ceni. Upravljanje delov koncerna po načelu ustvarjanja vrednosti omejuje navzkrižni pretok kapitala, kar je v korist delavcem v osnovni (navadno manj tvegani) dejavnosti. Po drugi strani je zveza menedžerjev in delavcev mogoča, ko delničarji poskušajo pridobivati ekonomske rente oziroma zasebne koristi nadzora.

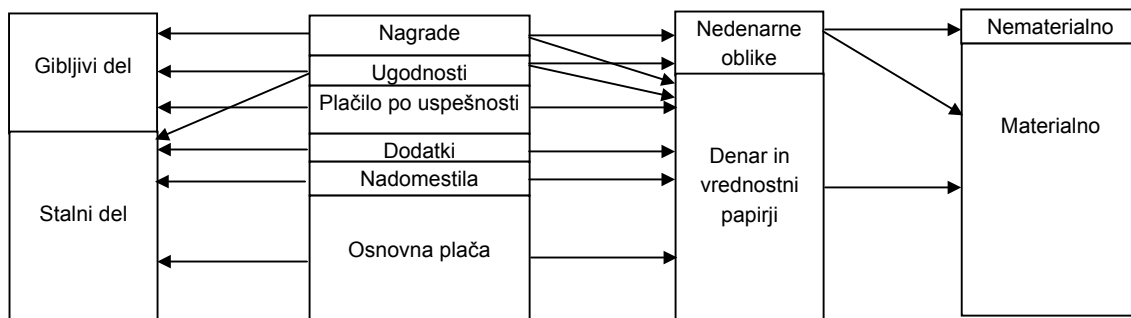
Čeprav je soupravljanje delavcev teoretično sporno in pogosto šteto za škodljivo za poslovanje družbe, z njim nemška poslovna praksa in politične stranke nimajo težav (Baums, 2002, str. 11). Ni nobenih kazalcev, da bi poskušala k vrednosti za delničarje usmerjena podjetja onemogočiti soupravljanje delavcev. Soupravljanje v Nemčiji je dober zgled mogočih smeri razvoja industrijskih odnosov (Höpner, 2001, str. 32): 1) soupravljanje deluje znotraj sistema, kjer je glavni cilj podjetij ustvarjanje denarnega toka 2) usmeritev k doseganju učinkovitosti na mikro ravni 3) poseganje v poslovno politiko tudi v zadevah onstran socialnih in kadrovskih vprašanj 4) sodelovanje namesto spora in 5) soupravljanje poteka vedno bolj na podlagi pravil, določenih s posamičnimi pogajanjmi, manj pa na podlagi delovne zakonodaje.

Ključni problem v Sloveniji pri taki preusmeritvi je vpliv sindikatov. Mikro in makro cilji delavcev so namreč navadno neskladni. Delavci v Nemčiji so se izrekli predvsem za pripadnike podjetja, ne za pripadnike razreda. Ker so mikro cilji veliko bolj raznoliki, pripelje to do manjše notranje povezanosti in moči sindikatov. Zato je mogoče v Sloveniji pričakovati zlasti odpor sindikatov proti uveljavljanju zasnove vrednosti za delničarje, zakonodaja pa bo imela manj pomemben vpliv.

3. NAGRAJEVANJE MENEDŽERJEV PO VREDNOSTI PODJETJA

Dosedanja obravnava je pokazala, da so zunanji mehanizmi nadzora (trg podjetij, trg proizvodov in trg menedžerjev) v Sloveniji prešibki, da bi mogli uspešno spodbujati ustvarjanje vrednosti za delničarje. Orisal sem tudi zapleten položaj pri vladanju podjetjem v Sloveniji, ki dopušča večinskim delničarjem in menedžerjem veliko svobode pri upravljanju in prilaščanju virov podjetja. V podjetjih z razdrobljenimi lastniki je nagrajevanje menedžerjev pomemben instrument pri uravnoteženju koristi delničarjev in menedžerjev. V tem poglavju bom zato predstavil splošni okvir nagrajevanja po vrednosti, v naslednjih poglavjih pa bom podrobneje preučil eno izmed njegovih pomembnih oblik, nagrajevanje z delniškimi opcijami.

Slika 3-1 Sistem plač in nagrajevanja



Vir: Zupan, 2001, str. 19.

Motivacijski učinek plač je precej odvisen od njihove sestave (Slika 3-1), manj pa od njihove višine. V razvitih državah vlade z vzvodi davčne politike poskušajo spodbujati plačilo menedžerjev po uspešnosti. Sestava plač menedžerjev v razvitih državah se zato precej razlikuje od sestave plač ostalih zaposlenih. Milkovich in Newman opredelita sestavne dele plač in nagrad menedžerjev tako (Milkovich, Newman, 1996, str. 590-594):

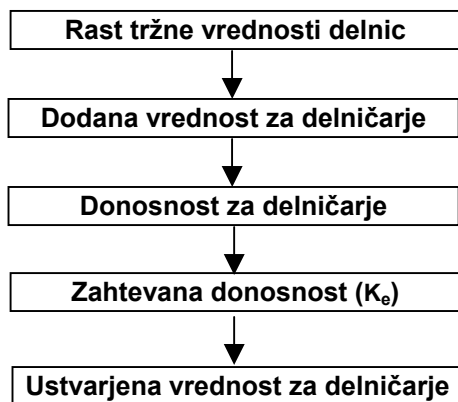
- osnovna plača – pogodbeno dogovorjeno gotovinsko plačilo;
- kratkoročne (enoletne) spodbude – plačilo, vezano na doseganje letnih ciljev;
- dolgoročne spodbude (angl. *long-term incentives*) – gotovinsko izplačilo oziroma izročitev delnic ali delniških opcij glede na dolgoročno uspešnost poslovanja;
- ugodnosti (angl. *benefits*) – zdravstveno in pokojninsko zavarovanje ipd.;
- izjemne ugodnosti (angl. *perks*) – službeni avtomobil, plačane počitnice, davčni svetovalci, razkošna pisarna, članstvo v klubih, ugodna posojila ipd., ki jih ostali zaposleni niso deležni.

V Sloveniji država uravnava predvsem višino plač zaradi bojzani pred inflacijo, zmanjšano konkurenčnostjo podjetij in socialnim nemirom (Zupan, 2001, str. 234). Plače slovenskih direktorjev so tako večinoma nespremenljive in s količnikom vezane na povprečno plačo v podjetju oziroma na tisto po kolektivni pogodbi. Leta 1996 se je na vzorcu podjetij pokazalo, da je nespremenljivi del plač menedžerjev 90%, ostalih zaposlenih pa 82% (Prašnikar, Domadenik, Svejnar, 1999, str. 263, 266). Visok delež nespremenljivega dela plač, ki so si jih v preteklosti priskrbeli slovenski menedžerji, negativno vpliva na njihovo nagnjenost k spremenljivim oblikam nagrajevanja (Prašnikar, et al., 1999, str. 284). Merila za individualne pogodbe menedžerjev predvidevajo sorazmerno majhne odmike plač v odvisnosti od poslovnega izida (udeležba pri dobičku največ 30% letne plače), stališča dzu so nekoliko širša (do šest mesečnih bruto plač, vendar največ 5% dobička, izplačanega v obliki dividend) (ibid., str. 281).

3.1. OPREDELITEV VREDNOSTI ZA DELNIČARJE

Vrednost za delničarje je pojem, ki pogosto (napačno) opisuje različne stvari, zato ga je treba natančno razmejiti od sorodnih pojmov. Slika 3-2 prikazuje izraze, ki so povezani z vrednostjo za delničarje:

Slika 3-2 Različne stopnje ustvarjanja vrednosti za delničarje



Vir: Fernandez, 2001, str. 8.

V rasti tržne vrednosti delnic so upoštevana tudi vplačila delničarjev (dokapitalizacija, izvršitev opcij ipd.) ter izplačila delničarjem (dividende, pravice, odkup delnic). Dodana vrednost za delničarje se izračuna iz rasti tržne vrednosti delnic, s tem da se vplačila odštejejo, izplačila pa prištejejo. Donosnost za delničarje je dodana vrednost v enem letu, deljeno s tržno vrednostjo v začetku leta. Ustvarjena vrednost za delničarje nastane šele, ko je donosnost za delničarje večja od zahtevane donosnosti (Fernandez, 2001, str. 6):

ustvarjena vrednost = dodana vrednost – (tržna vrednost x zahtevana donosnost)

Vrednost nastane, če dodana vrednost preseže pričakovanja, zajeta v zahtevani donosnosti (K_e). Donosnost za delničarje lahko preseže tudi druge vrednosti razen K_e : ničlo (nastane dodana vrednost za delničarje), netvegano obrestno mero (tveganje je delno uravnoteženo z višjim donosom), K_e (ustvarjena vrednost za delničarje), donosnost za delničarje v dejavnosti (podjetje preseže konkurente) in tržno donosnost (podjetje preseže trg). Za namene nagrajevanja po vrednosti in naslednjih poglavij pa je bistveno naslednje: nagrajevanje po vrednosti je zasnovano ustrezno, če je pogoj za izplačilo nagrade ustvarjena vrednost za delničarje.

Dinamična donosnost je notranji kazalnik, ki najbolj dosledno posnema vrednotenje podjetja na kapitalskem trgu. Naj velja domneva, da je pred sprejetjem strateške odločitve veljala neka »ničelna« oziroma redna strategija s pričakovanimi prostimi denarnimi tokovi (angl. *free cash flows*, *FCF*). Rappaport opredeli ekonomsko ustvarjanje vrednosti neke strateške odločitve menedžmenta tako (Rappaport, 1998, str 68):¹²

ustvarjena vrednost = vrednost za delničarje – vrednost za delničarje ničelne strategije

Dinamična donosnost meri ustvarjeno vrednost s (povečano) uresničeno donosnostjo:

$$\text{Dinamična donosnost} = \frac{DCF_1 + FCF_1}{DCF_0} - 1$$

pri čemer je DCF diskontirani denarni tok (angl. *discounted cash flow*). Uresničena donosnost je enaka vsoti sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov v času $t=1$ in uresničenega denarnega toka ob istem času, deljeno z začetno vrednostjo pričakovanih denarnih tokov (vrednost ničelne strategije).

Do ustvarjene vrednosti pride le tedaj, ko je dinamična donosnost nove naložbe (strategije) višja od stroškov kapitala. V razmerah popolnega trga kapitala ustreza dinamična donosnost donosnosti, ki jo uresničijo delničarji. Slabost tega kazalnika je predvsem nevarnost zlorabe: primerjava načrtovanih podatkov z načrtovanimi (DCF_1 z DCF_0) spodbuja nižje vrednotenje ničelne strategije.

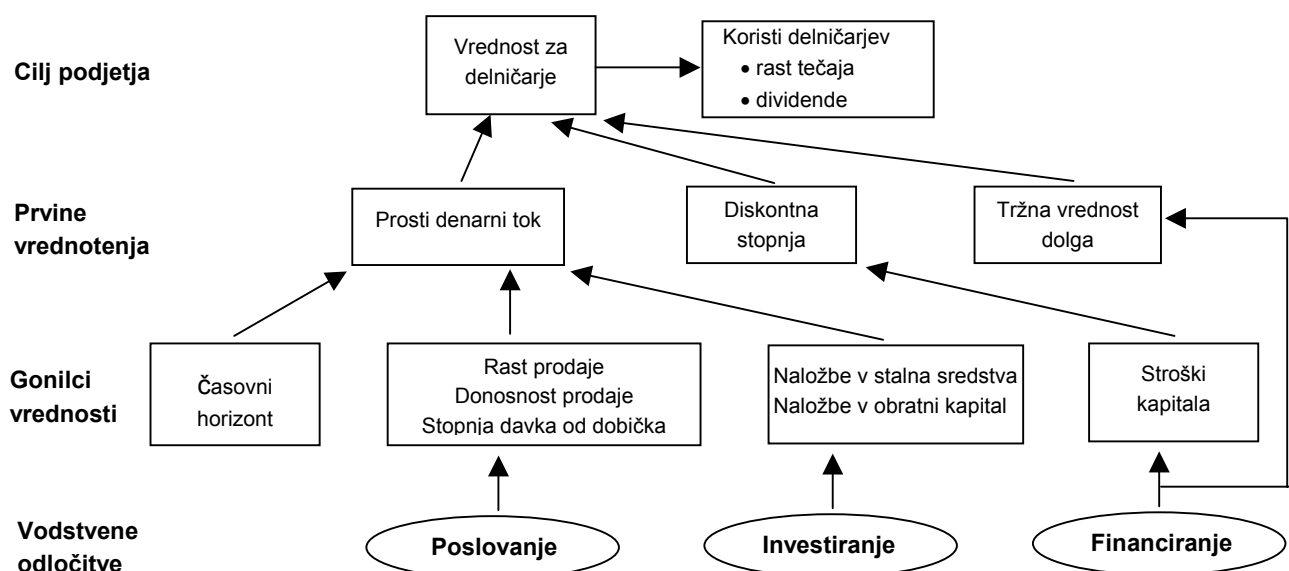
Tradicionalni sistemi nagrajevanja temeljijo na doseganju ciljev, ki so izpeljani: 1) iz letnega proračuna 2) iz primerjave z dejavnostjo ali sorodno skupino 3) iz absolutnih števil. Noben naštetih način ne upošteva pričakovanj delničarjev. Te je mogoče izpeljati iz tržnih podatkov in s tem postaviti vrednost ničelne strategije na nepristranske temelje. Če bi se trenutni denarni tok ponavljal tudi v prihodnje, bi bila cena delnic (zlasti pri rastočih podjetjih) nižja, kar pomeni, da dejanska cena zrcali

¹² Ekonomsko ustvarjanje vrednosti pomeni ustvarjanje vrednosti na ravni podjetja, ki pa ne ustreza vedno vrednotenju podjetja na kapitalskem trgu, odvisno od stopnje asimetričnosti informacij.

precej višje pričakovane denarne tokove. Pri načrtovanju je treba upoštevati pričakovanja delničarjev glede rasti denarnega toka in jih razporediti v take letne cilje denarnih tokov, ki so skladni s trenutno tržno ceno delnice. Nagrajevanje doseganja tako določenih ciljev je manj občutljivo na morebitne zlorabe.

Rappaportov postopek diskontiranja denarnih tokov seveda ni nov, vendar je koristen predvsem zaradi neodvisnosti od računovodskih podatkov, saj temelji na načrtovanih podatkih. Pri tem je posebno pomembna razčlemba merila vrednosti na gonilce vrednosti (Slika 3-3). S pomočjo vrednostnih dreves je potem mogoče povezati vsak gonilec vrednosti s posamičnimi nalogami in odgovornostmi menedžerjev različnih ravni. Tukaj je potrebno upoštevati dejavnike konkurenčnosti podjetja, kar omogoča izoblikovanje prednosti posamičnih nalog in ciljev glede na njihov prispevek k ustvarjanju vrednosti (Kramarsch, 2000, str. 35). Vse skupaj omogoča razumevanje skupne strategije podjetja in njeno sestavo iz različnih podrejenih ciljev.

Slika 3-3 Omrežje vrednosti za delničarje



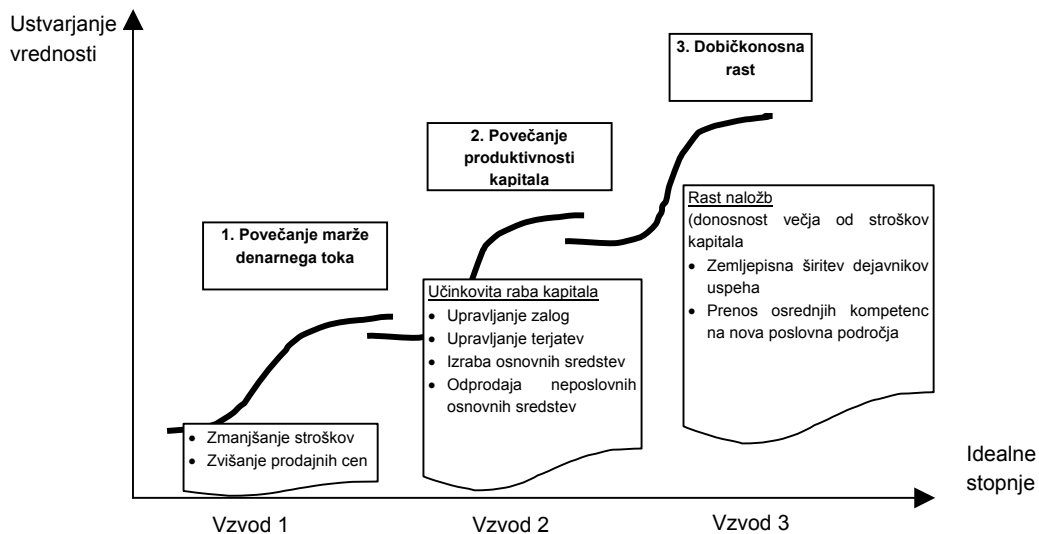
Vir: Rappaport, 1998, str. 76.

Dejavniki konkurenčnosti so pretežno operativne narave. Zato je v sistem nagrajevanja bistveno vključiti tudi nefinančne kazalnike. Uravnoteženi sistem kazalnikov ponuja takšno rešitev: perspektiva kupcev, notranji dejavniki uspeha, inovativnost in učenje prispevajo k ustvarjanju vrednosti. Vendar pa niti dognan izbor operativnih kazalnikov še ne pomeni optimalne strategije. Manjša finančna uspešnost je znamenje za ponovno preučitev strategije podjetja in operativnih ciljev (Kaplan, Norton, 1998, str. 287).

Podjetja izbirajo vrednostno usmerjene strategije v treh zaporednih stopnjah (Slika 3-4): vpliv na cene in stroške, dvig produktivnosti in donosna rast. Stelter je na vzorcu najuspešnejših nemških podjetij ugotovil, da uporabljajo prvi vzvod ustvarjanja

vrednosti, medtem ko se vodilna ameriška podjetja osredinjajo predvsem na naprednejšo dobičkonosno rast (Stelter, 1999, str. 212).

Slika 3-4 Vzvodi upravljanja z vrednostjo



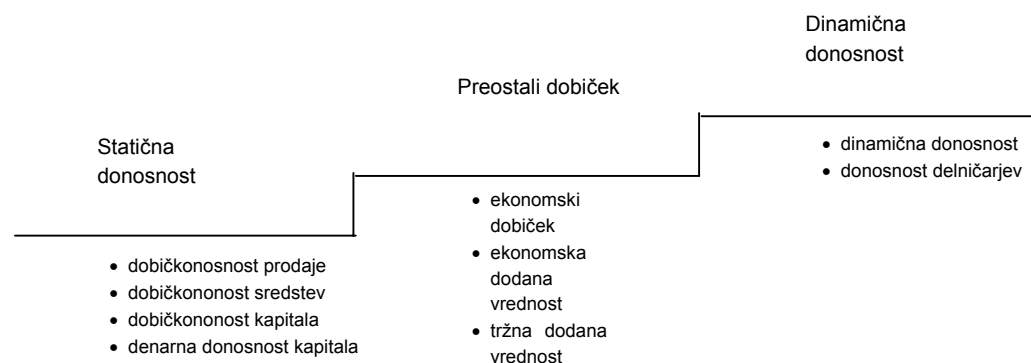
Vir: Stelter, 1999, str. 211.

3.2. PRESOJA FINANČNIH MERIL NAGRAJEVANJA

Slika 3-5 prikazuje razvrstitev kazalnikov, ki jih je mogoče uporabiti kot merila notranjega ustvarjanja vrednosti za delničarje (dinamična donosnost je bila obravnavana v poglavju 3.1.). Kolikšna je njihova dejanska povezanost z ustvarjanjem vrednosti na kapitalskem trgu, bom poskušal opisati v nadaljevanju.

Pri izračunu dobičkonosnosti prodaje (angl. *return on sales, ROS*) ni upoštevana kapitalska osnova. Dobičkonosnost sredstev (angl. *return on assets, ROA*) in dobičkonosnost navadnega lastniškega kapitala (angl. *return on equity, ROE*) sicer merita notranjo donosnost (lastniškega) kapitala, vendar nista neposredno povezana z vrednostjo podjetja, saj se zahtevana donosnost delničarjev nanaša na tržno in ne na knjižno vrednost kapitala, poleg tega pa se opirata na dobiček, ki ima drugačne sestavine kot denarni tok. Zato ta kazalca nimata kakšnega posebnega finančnega pomena in nista uporabna kot merila kakovostnega upravljanja podjetja ter nagrajevanja menedžerjev. Kot vsa statična merila prezreta prihodnje dosežke, nanju pa vplivajo stopnja odpisanosti sredstev, inflacija (izvirne nabavne vrednosti) ter operativni in finančni vzvod.

Slika 3-5 Razvrstitev finančnih kazalnikov



Vir: Lastna ponazoritev.

Denarna donosnost kapitala (angl. *cash flow return on investment, CFROI*) ne vsebuje nekaterih slabosti ROA in ROE. Osnova je normalizirani trajni ekonomski denarni tok, celotni vloženi kapital (razen brezobrestnih dolgov) je ovrednoten po inflacionirani izvorni vrednosti, upoštevana pa je tudi doba uporabe sredstev. S tega vidika je ta kazalnik podoben dinamičnim (če je izražen v obliki notranje donosnosti), le da predvideva ustaljenost uresničenega dejanskega denarnega toka tudi v prihodnosti. Ekonomska amortizacija je izračunana kot anuiteta, ki - naložena po stroških kapitala - ob koncu dobe uporabe povrne začetno naložbo v stalna sredstva. Ta kazalnik je neodvisen od bilanciranja in omogoča primerljivost donosnosti področij z različno sestavo sredstev ter primerljivost z novimi naložbami:

$$CFROI = (\text{neto dobiček od poslovanja} + \text{amortizacija} - \text{ekon. amortizacija}) / \text{bruto investicija}$$

Ekonomska dodana vrednost (angl. *economic value added, EVATM*) in ekonomski (preostali) dobiček (angl. *economic profit, EP*) sta opredeljena z naslednjimi enačbami.¹³

$$EVA = \text{čisti dobiček od poslovanja} - \text{knjižna vrednost kapitala} \times WACC$$

$$EP = \text{čisti dobiček} - \text{knjižna vrednost lastniškega kapitala} \times \text{strošek lastniškega kapitala}$$

oziroma

$$EVA_t = NOPAT_t - (Ebv_{t-1} + D_{t-1}) WACC = (ROA - WACC) (Ebv_{t-1} + D_{t-1})$$

$$EP_t = PAT_t - Ebv_{t-1} K_e = (ROE - K_e) Ebv_{t-1}$$

kjer je Ebv knjižna vrednost lastniškega kapitala, D knjižna vrednost dolga, $WACC$ strošek kapitala, $NOPAT$ čisti dobiček od poslovanja (angl. *net operating profit after taxes*) in PAT čisti dobiček (angl. *profit after taxes*).

¹³ EVA je zaščitena blagovna znamka Stern Stewart & Co.

Oba kazalnika povezujeta računovodski kategoriji s tržnim kazalnikom. Razlika med tržno vrednostjo lastniškega kapitala in njegovo knjižno vrednostjo v času t je tržna dodana vrednost (angl. *market value added*, *MVA*), ki poskuša izmeriti ustvarjeno vrednost investicij od njihovega začetka do časa t :

$$MVA = (Emv_0 + Dmv_0) - (Ebv_0 + Dbv_0) = (Emv_0 + Ebv_0) = PV(K_e, EP) = PV(WACC, EVA)$$

kjer je Emv tržna vrednost lastniškega kapitala in Dmv tržna vrednost dolga. Pokaže se, da je *MVA* sedanja vrednost prihodnjih *EVA* (*EP*). Podjetje je torej mogoče vrednotiti tudi tako, saj so upoštevane iste informacije kot pri diskontiranju prostega denarnega toka, le opredelitev in razporeditev tokov, ki se diskontirajo, je nekoliko drugačna. Pozitivna *MVA* oziroma njeno kasnejše naraščanje v splošnem ni znamenje ustvarjanja vrednosti za delničarje: težava *MVA* je v tem, da se primerjajo diskontirani prihodnji denarni tokovi s knjižno vrednostjo kapitala, taka primerjava pa je smiselna le v času $t=0$, ko je knjižna vrednost enaka dejanskemu denarnemu odtoku (naložba), kasneje pa ni kazalec dodane vrednosti.

Napačno je tudi pojmovanje, da *EVA* oziroma sprememba *EVA* (ΔEVA) merita prirast vrednosti v nekem obdobju. Prirast vrednosti na kapitalnem trgu je vedno odvisen od pričakovanj, medtem ko *EVA* meri uspešnost poslovanja *ex-post* na podlagi uresničenih (računovodskih) podatkov. Da bi *EVA* lahko merila prirast vrednosti, bi bilo treba postopati kot pri dinamični analizi: le preseganje pričakovanj delničarjev, ta so upoštevana že v današnjih cenah, prispeva k ustvarjanju vrednosti. Dejanska rast *EVA* ob pričakovanju ustaljene ali padajoče *EVA* pripelje do (nadpovprečne) rasti cen delnic. Če pa trg pri vrednotenju podjetja že upošteva naraščanje *EVA*, bi morala *EVA* dejansko naraščati še hitreje, da bi nastala dodatna vrednost za delničarje. *EVA* je torej samo omejeno uspešen notranji napovedovalec zunanjega vrednotenja podjetja na kapitalnem trgu. Vsekakor pa velja, da je osredinjenje na ΔEVA strožji pogoj od same višine *EVA* in tako tudi ustrežnejše znamenje morebitne ustvarjene vrednosti. Različni avtorji so poskušali empirično dognati koreliranost (Δ)*EVA* z donosnostjo in tržno ceno delnic (glej npr. Fernandez, 2001a, str. 3-8, Stelter, 1999, str. 241), vendar se dognanja močno razlikujejo glede na izbrani vzorec.

Cilj maksimiranja *EVA* oziroma ΔEVA v nekem obdobju kot osnova za nagrajevanje lahko dolgoročno pripelje do izbire strategij, ki uničujejo vrednost. *EVA* je mogoče povečati na več načinov: z zmanjšanjem amortizacijske stopnje, manjšim obsegom naložb (manjši vložek kapitala) ali odprodajo sredstev, s čimer se zmanjšajo prihodnji denarni tokovi. Hitro rastoča podjetja veliko vlagajo na začetku, toda kapitalni trg pozitivno vrednoti njihove začetne izgube, saj pripeljejo do kasnejših dobičkov. *EVA* v tem primeru ni dobra osnova za nagrajevanje. Druga težava je odvisnost od knjižne vrednosti kapitala.

Kazalnik, ki popravlja to nedoslednost, hkrati pa temelji na denarno izraženem izidu, je denarna dodana vrednost (angl. *cash value added, CVA*):

$$CVA = (CFROI - WACC) BI$$

kjer je BI vrednost bruto naložb. Lahko je pokazati, da je tudi sedanja vrednost CVA enaka MVA, če so bruto naložbe ustaljene in če pride na koncu obdobja amortiziranja do povrnitve obratnih sredstev. CVA je torej merilo, ki je boljše od EVA, vendar pa ima vse ostale pomanjkljivosti kazalnikov *ex-post*, ki so bile našteje pri EVA.

3.3. MOŽNOSTI BILANCIRANJA PRI IZKRIVLJANJU FINANČNIH MERIL

Borzni analitiki, menedžerji in delničarji se pri ocenjevanju poslovanja podjetij osredinjajo predvsem na računovodski dobiček, medtem ko finančna teorija kot pravo merilo upošteva edinole prihodnji prosti denarni tok (odslej PDT). Poskusil bom oceniti uporabnost obeh kategorij za vrednotenje podjetja.

Računovodski dobiček je močno povezan s PDT. Njegova osnova so denarni tokovi iz poslovanja in investiranja, pri čemer so nekateri izmed njih odloženi ali vračunani v zgodnejša oziroma kasnejša obdobja z namenom prikazati resnično in pošteno sliko poslovanja v nekem obdobju. Osnovni računovodski načeli, zaradi katerih se PDT in dobiček razlikujeta, sta *načelo uresničenosti* in *načelo usklajenosti*. Po prvem je treba prihodke priznati, ko se blago proda (in ne ko je opravljeno plačilo), po drugem pa denarni izdatki bremenijo odhodke natanko tedaj, ko je bila opravljena prodaja blaga in storitev, s katerih proizvodnjo in prodajo so ti izdatki nastali. Končni izid je denarni tok, ki je povezan s prodajo v obdobju, ne glede na trenutek plačila. Dobiček tako zrcali temeljna gonilca vrednosti, prejemke od prodaje in prispevek za pokritje, vendar pa ima tri precejšnje pomanjkljivosti:

- ne upošteva tekočih dogodkov, ki bodo vplivali na prihodnji PDT (in prihodnji dobiček), pa še nimajo vpliva na trenutni dobiček, kot npr. izboljšave, ki bodo prinesle rast prodaje ali znižanje proizvodnih stroškov;
- temeljni računovodski načeli nista vselej nepristransko uporabni. Računovodje se tedaj zatečejo h knjiženju na podlagi denarnega toka (npr. ko je unovčljivost terjatev skrajno negotova ali pa stroškov ni mogoče neposredno pripisati določenemu proizvodu). V manj skrajnih primerih dopuščajo standardi možnosti glede izbire sicer nepristranskih metod (LIFO, FIFO; enakomerno ali pospešeno amortiziranje itd.);
- osebne ocene menedžmenta pri uporabi računovodskih načel dopuščajo ponarejanje računovodskih izkazov, vplivajo pa na kasnejše popravke v breme (ali dobro) poslovnega izida. Primeri so visoki stroški prestrukturiranja zaradi

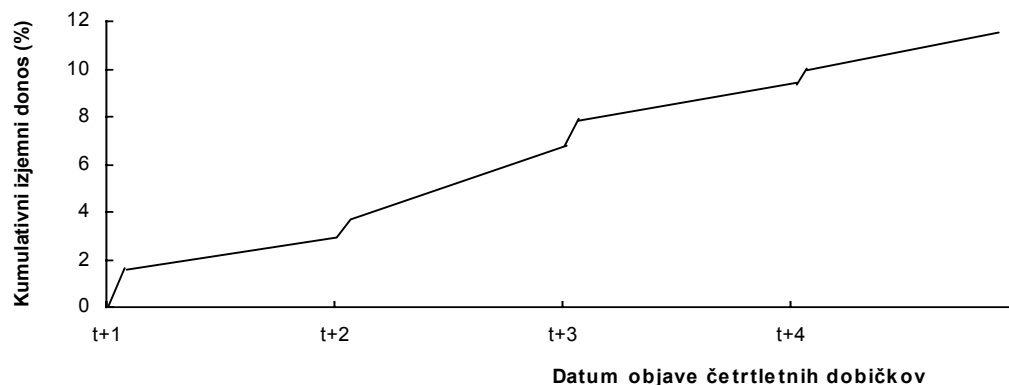
neustrezno ocenjene življenjske dobe sredstev, zastarelosti zalog ali prenizkih rezervacij za dvomljive terjatve.

Kljub tem pomislekom v zvezi z uporabnostjo računovodskih kategorij za vrednotenje pa raziskave kažejo, da je dobiček **boljše** skupno merilo uspešnosti poslovanja. Iz vzorca podjetij so bile oblikovane štiri sestave delnic glede na oba kazalca: 10% podjetij z najnižjim PDT (dobičkom) in 10% z najvišjimi vrednostmi obeh kazalcev. Sestava delnic podjetij z visokimi dobički je imela dosledno višje prihodnje PDT od sestave delnic podjetij z visokimi PDT, sestava delnic podjetij z nizkimi dobički pa sistematično **nižje** prihodnje PDT od pandana z nizkimi PDT (Sloan, 1996, str. 228). Različici vrednotenja z diskontiranjem prihodnjih dividend sta:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CFO_t - CFI_t}{(1+r)^t} \equiv \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Dobiček_t \times Delež\ izplačil\ dividend_t}{(1+r)^t}$$

kjer je CFO denarni tok iz poslovanja, CFI denarni tok iz investicij, r pa diskontna stopnja. Modela sta skladna, le da opredelita prihodnje dividende z drugimi spremenljivkami: prvi kot presežek denarnega toka iz poslovanja (CFO) nad tistim iz investiranja (CFI), drugi pa kot delež ustvarjenega čistega dobička, ki se izplača v obliki dividend. Drugi model je s praktičnega vidika preprostejši, ker upošteva osnovne gonilce vrednosti, medtem ko natančna časovna razporeditev izdatkov za naložbe (prvi model) nima bistvenega vpliva na vrednost podjetja (obstajajo tudi izjeme). Toda to ne pomeni, da PDT ne vsebuje pomembnih dodatnih informacij. Če se v omenjeni raziskavi skupini podjetij tvorita na podlagi sestave obeh kazalcev, nastane merilo, ki napoveduje prihodnji PDT bolje od kateregakoli izmed obeh posamičnih kazalcev. To je odsev dveh dejstev: če dobiček vsebuje veliko (osebno ocenjenih) odloženih oziroma vračunanih postavk, sta tako dobiček kot PDT manj zanesljiva napovedovalca prihodnjega PDT; tudi odložene in vračunane postavke niso brez informativne vrednosti, saj je skupno merilo, ki tehta vpliv PDT in teh postavk (z večjo utežjo na PDT, ki je upoštevan dvakrat), bolj kakovostno od tistega, ki jih sploh ne upošteva (PDT), kakor tudi od tistega, ki enakovredno upošteva PDT in odložene/vračunane postavke (dobiček) (Sloan, 1996, str 231). To je mogoče razlagati z dejstvom, da ima ponarejanje poslovnega izida kratkotrajne učinke: visoki dobiček glede na PDT je kazalec slabšega poslovanja v prihodnosti. Po drugi strani je mogoč strukturni odmik dobička od PDT: podjetje raste, zato veliko vlaga (odloženi stroški), prejemi od prodaje so zakasneli (višji prihodki), uporaba FIFO in enakomernega amortiziranja ob rastočih zalogah in cenah. Dobiček je večji od PDT, obratno ob nasprotnih domnevah.

Slika 3-6 Donosnost zaščitnega premoženja



Vir: Sloan, 1996, str. 234.

Slika 3-6 prikazuje donosnost premoženja, sestavljenega iz dolge pozicije v podjetjih z nizkimi dobički in visokimi PDT ter kratke pozicije v podjetjih z nasprotnimi značilnostmi.¹⁴ Če bi bil trg učinkovit in bi delničarji upoštevali tudi informacije, vsebovane v PDT, bi tako premoženje moralo imeti ničelno donosnost. Če bi upoštevali le dobiček, bi bila pričakovana donosnost premoženja pozitivna, kajti prihodnji PDT je višji pri podjetjih, ki imajo nizek dobiček in visok PDT, kot pri tistih, ki imajo samo nizek dobiček. Višji prihodnji PDT od pričakovanega bo pripeljal do višjih dobičkov in do zvišane vrednosti podjetja. V obdobju 1963-93 je ta razlika v ZDA znašala kar 11%, povedno pa je tudi dejstvo, da je precejšen popravek tečajev nastal prav po objavi dobičkov. To je znamenje dejstva, da delničarji ne upoštevajo informativne vsebine PDT in čakajo, da se ta uresniči v prihodnjih dobičkih. Tedaj je skrb menedžerjev, da jih strogi računovodski standardi omejujejo pri pridobivanju kapitala na kapitalskem trgu, upravičena.

3.4. SISTEMI NAGRAJEVANJA PO VREDNOSTI

Učinkovito zasnovan sistem nagrajevanja, katerega namen je uskladitev koristi menedžmenta in delničarjev, mora izpolniti določene zahteve, ki si lahko medsebojno nasprotujejo:

- *Neposredna zveza med vloženim delom, učinkom in plačilom* pomeni, da mora biti merilo nagrajevanja tesno povezano (korelirano) s ciljem podjetja, z ustvarjeno vrednostjo za delničarje.
- *Motivacijski učinek.* Sistem nagrajevanja mora spodbujati podjetno obnašanje in pripravljenost za prevzemanje tveganja. Nujna pogoja za tak učinek sta

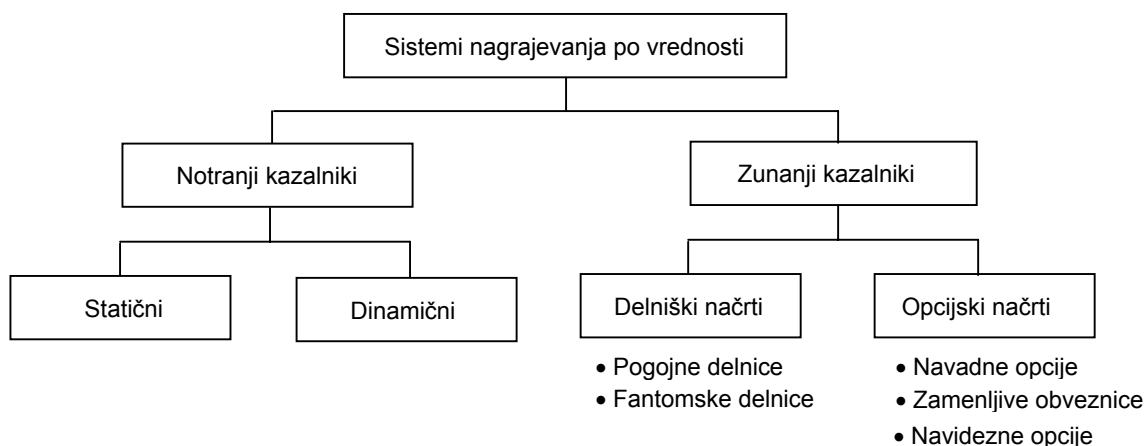
¹⁴ Dolga pozicija pomeni naložbo v neki vrednostni papir, kratka pozicija pa dolgovanje vrednostnega papirja.

neposreden vpliv odločitev in dejanj posameznika na ustvarjanje vrednosti ter precejšnja višina plačila.

- *Dolgoročna usmerjenost in upoštevanje pričakovanj.* Z izbiro dolgoročnih meril nagrajevanja se zmanjša možnost kratkoročnega ponarejanja dosežkov.
- *Sporočilnost in preglednost.* S prvinami in določili nagrajevanja je treba seznaniti menedžerje, zato morata biti jasnost in preprostost temeljni odliki.
- *Upoštevanje posamične in timske uspešnosti* spodbuja timsko delo menedžerjev.
- *Vodoravno in navpično pronicanje.* Prizadevanje za ustvarjanje vrednosti je treba spodbujati na vseh ravneh, četudi z različnimi sestavinami nagrajevanja.
- *Gospodarnost.* Z vidika delničarjev morajo dolgoročne koristi presežati stroške nagrajevanja.

Mogoči vzorci so prikazani na Sliki 3-7.

Slika 3-7 Razvrstitev sistemov nagrajevanja po vrednosti



Vir: Achleitner, Wollmert, 2000, str. 8.

V dosedanjem poteku naloge sem opredelil točke, kjer se razlikujejo koristi delničarjev in menedžerjev, hkrati pa sem nedvoumno opredelil vrednost za delničarje. Nagrajevanje po vrednosti kot mogoč instrument za usmerjanje delovanja menedžerjev v korist delničarjev lahko temelji na različnih kazalnikih, ki pa ne merijo dejanskega ustvarjanja vrednosti za delničarje oziroma so lahko podvrženi različnim zlorabam. Nagrajevanje z delniškimi opcijami je neposredno povezano z vrednostjo podjetja, zato v nadaljevanju naloge prehajam na njegovo podrobno obravnavo, kjer bom poskusil ugotoviti, v kolikšni meri in ob kakšnih oblikovnih prvinah lahko tako nagrajevanje odvrne menedžerje od nezaželenega ravnanja.

4. DELNIŠKE OPCIJE KOT INSTRUMENT NAGRAJEVANJA

4.1. RAZMEJITEV DELNIŠKIH OPCIJ

Z opcijskim načrtom nagrajevanja podjetje menedžerju neodplačno dodeli pravico (dodelitev opcij) do nakupa delnic podjetja v kasnejšem obdobju (izvršilno obdobje) po določeni ceni (izvršilna cena), kjer moratorij (obdobje neizvršljivosti) pomeni čas med dodelitvijo in prvo mogočo izvršitvijo. Neodplačno ne pomeni hkrati zastonj, saj dodelitev opcij običajno nadomesti del nespremenljivih prejemkov, pri zamenljivih obveznicah pa je obrestna mera na vloženi denar večinoma nižja od tržne.

Tabela 4-1 Oblike in učinki opcijskih načrtov

Učinki		Opcijski načrti		
		Navadne opcije	Opcijske in zamenljive obveznice	Navidezne opcije
Instrument		Prave opcijske pravice (udeležba pri kapitalu)	Mogoča udeležba pri kapitalu in položaj upnika	Ni udeležbe
Vplačilo menedžerja		Navadno ne	Da	Navadno ne
Pravna podlaga		Sklep skupščine delničarjev o povečanju kapitala ali odkupu lastnih delnic	Sklep skupščine delničarjev o pogojnem povečanju kapitala	Ni posebne pravne podlage
Bilančni učinki		Pritok sredstev dokapitalizacije skupaj z razvodenitvijo; bilanciranje odvisno od načina izročitve delnic	Dotok sredstev iz obveznic in razvodenitev ob zamenjavi; bilanciranje obveznic	Stroški dela v izkazu uspeha; negativni učinek na denarni tok ob zvišani preglednosti
Davčni učinki (Nemčija)	Menedžer	Obdavčitev razlike med tržno in izvršilno ceno ob izvršitvi opcij		
	Podjetje	Brez davčnega odbitka	Brez davčnega odbitka	Davčno priznan odhodek ob izplačilu

Vir: Achleitner, Wichels, 2000, str. 16.

Osnovna delitev opcijskih načrtov je glede na način izvršitve. Delniške opcije predvidevajo vplačilo izvršilne cene menedžerja in izročitev delnic podjetja, pri pravicah do porasta cen delnic (angl. *stock appreciation rights*, navidezne opcije) pa nastane denarno izplačilo razlike med (višjo) tržno ceno delnice in dogovorjeno izvršilno ceno menedžerju. Delniške opcije je mogoče nadalje deliti glede na to, ali so samostojne ali pa pripete na zamenljive obveznice oziroma obveznice s pravicami do prednostnega nakupa delnic. Tabela 4-1 podaja osnovne značilnosti in razlike treh oblik opcijskih načrtov. Ostale oblikovne prvine – obravnavam jih v nadaljevanju poglavja – so večinoma neodvisne od izbire osnovnega vzorca, vendar pa ima izbira vzorca različne pravne, davčne in bilančne posledice. V zadnjih dveh poglavjih bodo posamezni vzorci po potrebi obravnavani ločeno.

4.2. OSNOVNA NAČELA PODELJEVANJA DELNIŠKIH OPCIJ

Pri izbiri oblike spremenljivega nagrajevanja je treba vedno upoštevati, kakšno spremembo vedenja menedžerjev želijo doseči delničarji. Ena najpomembnejših prvin pri izbiri ustreznega vzorca nagrajevanja je upoštevanje tveganja menedžerja. To tveganje je večje od finančnega tveganja delničarjev, ki ga lahko zmanjšajo z razpršitvijo naložb, in je odvisno od življenjskega cikla podjetja:

- Podjetja na začetni stopnji razvoja imajo samo odlične ideje, manjkajo pa jim kapital in kakovostni človeški viri. Ker morajo čim prej vstopiti na trg, nimajo časa za preverjanje sposobnosti menedžerjev, zato izberejo tak sistem nagrajevanja, ki ga sprejmejo edino v svoje sposobnosti prepričani menedžerji, ki so pripravljeni nositi visoko tveganje izgube ugleda in dohodkov. Najboljša rešitev za obe strani je sistem nagrajevanja, ki nudi razmeroma nizko nespremenljivo plačilo in možnost udeležbe – ob uspehu – pri prihodnji ustvarjeni vrednosti. Delniške opcije se v takem primeru uporabljajo predvsem za uravnoteženje visokega začetnega tveganja.
- zrela podjetja večino vrednosti ustvarjajo s pomočjo obstoječih zmožnosti. Tveganje menedžerjev je majhno, zato so primernejše nagrade, sestavljene večidel iz nespremenljivih prejemkov, dopolnjene pa s spremenljivimi instrumenti. Če je podjetje v težavah, je smiselno nagraditi tudi minimiranje izgub, četudi morda ni nastala dodana vrednost za delničarje. V takem položaju mora biti nagrajevanje privlačno, saj je potrebno zmanjšati tveganje menjave zaposlitve menedžerjev (Siegert, 1999, str. 30).
- Rastoča podjetja imajo množico naložbenih možnosti, in sistem nagrajevanja mora spodbujati njihovo izrabo, ne da bi bilo potrebno nadomestilo tveganja kot pri pionirskih podjetjih. Pri politiki naložb je (oportunitetna) izguba delničarjev zaradi navzkrižja koristi največja in je zato vpliv vrednostnih sistemov nagrajevanja na njegovo omilitev najmočnejši. Delniške opcije v takih podjetjih usmerjajo menedžerje k podjetniškemu obnašanju in nadomeščajo neposredne cilje ter nadzor, prispevajo pa tudi k pridobitvi najboljših kadrov.

Vsak sistem nagrajevanja je treba presojati z vidika delničarjev, menedžerjev in podjetja. To omogoča primerjavo med stroški nagrajevanja in motivacijsko učinkovitostjo nagrajevanja. Stroški delničarjev z nagrajevanjem so lahko razvidni iz izkaza uspeha, lahko pa so drugačne oblike, npr. razvodenitev delnic. Najmanjši mogoči so, če velja:

- nagradijo se samo nadpovprečni (*super pari*) dosežki, merjeni večinoma s skupno donosnostjo delničarjev, izjemoma z notranjimi kazalniki,
- upoštevani so vsaj stroški lastniškega kapitala,
- tveganje obeh strani je uravnoteženo in
- stroški so izkazani v izkazu uspeha (preglednost) in tvorijo davčni ščit.

Pri uporabi notranjih meril za primerjavo dosežkov (dobiček na delnico ipd.) obstaja nevarnost neupravičenega nagrajevanja zaradi neupoštevanja stroškov kapitala. Tveganje je uravnoteženo, če premoženje menedžerjev neposredno zrcali gibanje donosnosti delnic.¹⁵ Tako o uravnoteženem tveganju ni mogoče govoriti, če prejmejo menedžerji delniške opcije po ceni, manjši od njihove vrednosti, ali pa zastonj, kot je redna praksa (glej tudi naslednji odstavek). Po drugi strani uravnoteženje tveganja zahteva sorazmerno kratek rok izvršitve opcij (recimo eno leto), ki mu sledi precej daljša doba hrambe pridobljenih delnic (pet let). Poleg tega mora biti motivacijski vzvod (razmerje med nespremenljivim in spremenljivim plačilom) dovolj visok, da podjetje lahko pritegne najboljše menedžerje, a hkrati ne previsok, da se ne bi podjetju pridružili samo menedžerji, pretirano nagnjeni k tveganju. Pomembna je tudi signalna funkcija, saj kapitalski trg načelno pozitivno vrednoti pripravljenost menedžerjev za spremenljivo nagrajevanje.

Z vidika menedžerja mora biti motivacijski vzvod precejšen. Obseg od 25%-60% je smiseln (višja vrednost velja za vrhnji menedžment), vendar pa je potrebno nespremenljivi del prejemkov nastaviti na tako višino, da je skupno plačilo ustrezno povišanemu tveganju menedžerjev. Od tod je mogoče takoj ugotoviti, da je skupna (pričakovana) vrednost nagrad višja kot pri samo nespremenljivem nagrajevanju.¹⁶ Drugi pomembni vidik je davčna učinkovitost na ravni menedžerja. Popolno neobdavčenje bi bilo v Sloveniji mogoče doseči le, če bi menedžer opcije kupil od podjetja po tržni ceni, ob izvršitvi pridobljene delnice pa odsvojil šele po treh letih. To večinoma ni izvedljivo, saj opcije na delnice naših podjetij ne kotirajo na borzi, nimajo tržne cene, hkrati pa opsijski načrti večinoma vsebujejo množico dodatnih lastnosti, ki tretjim osebam niso dostopne. Pomemben je tudi (de)motivacijski učinek: previsoke izvršilne omejitve lahko precej zmanjšajo privlačnost opsijskih načrtov, in podjetje je v nevarnosti, da pritegne tveganju naklonjene menedžerje, kar utegne slabiti kulturo podjetja. Malodušju menedžerjev se podjetje lahko izogne s pogodbeno dogovorjeno spremembo izvršilnih cen, seveda le ob izjemno nepredvidenih dogodkih, nikakor pa ne samo zaradi padca tečajev.

Za podjetje so bistveni uravnoteženje stroškov nagrajevanja in motivacijskega učinka, omenjena signalna funkcija ter konkurenčnost na trgu menedžerjev. Za delničarje je pomembna razvidnost stroškov nagrajevanja v finančnih izkazih ter davčna priznanost. Vse naštetu je mogoče strniti v naslednjo tabelo:

¹⁵ Z izrazom »gibanje tečaja delnic« vedno mislim skupni donos delničarjev, torej tudi spremljevalna plačila (dividende) in druge finančne ugodnosti, ki (upravičeno) pritekajo delničarjem.

¹⁶ Odvisno od nagnjenosti menedžerjev k tveganju bodo ti zahtevali premijo za tveganje. Nespremenljivo plačilo se resda zmanjša, skupno pa poveča. To ni težava, če dodatne koristi delničarjev presegajo višji strošek nagrajevanja (motivacijska učinkovitost oziroma gospodarnost nagrajevanja).

Tabela 4-2 Presojanje opsijskih načrtov

	Nadpovprečni dosežki		Upoštevanje stroškov kapitala	Uravnoteženje tveganja	Upoštevanje stroškov dela med odhodki	Davčna učinkovitost		Motivacijski vzvod	Signalni učinek
	Notranja merila	Tržna merila				Podjetje	Menedžer		
Delničarji		++	+	++	+	+		+	+
Menedžerji	+						+	++	
Organi podjetja			+	+		+		+	++

Vir: Siegert, 1999, str. 35.

Obravnavana načela – na tej stopnji še v razmeroma splošni obliki – bodo rdeča nit v nadaljevanju, ko bodo obravnavani prvine opsijskih načrtov, učinkovitost nagrajevanja z opcijami ter njihovi davčni in bilančni vidiki.

4.3. PRVINE OPCIJSKIH NAČRTOV NAGRAJEVANJA

Tabela 4-3 prikazuje različne razsežnosti (prvine) opsijskih načrtov. Neodvisno od oblike opsijskega načrta (glej Tabela 4-1) jih je mogoče prosto oblikovati in s tem uresničevati različne cilje nagrajevanja.

Tabela 4-3 Prvine opsijskih načrtov

Oblika	prava		navidezna		Moratorij na izvršitev	1	2	3	4		
Financiranje	povečanje kapitala	odkup lastnih delnic	likvidna sredstva		Ročnost	1	2	3	4	5	
Izplačilo	delnice		gotovina		Prepoved odsvojitve delnic	1	2	3	4	5	
Izvršilna cena	nespremenljiva	obrestovana	indeksirana		Izračun tečajev	1 dan	1 teden	1 mesec	3 meseci	pol leta	1 leto
Obr. mera/indeks		%	SBI 20	indeksi dejavnosti	Izvršilna okna	vedno		določena obdobja	nespremenljivi termini		
Upoštevanje dividend	navadno ne		da		Izvršilna zapora	brez omejitev			en mesec pred skupščino		
Izvršilni cilji	nobeni	obrestovanje/druge merila	preseganje indeksa		Število opcij	nespremenljivo			spremenljivo		
Omejitev dobička	ne		kapica		Merilo izračuna števila	po ravnih/večkratnik osnovne plače			večkratnik celotne plače/bonusa		
Vrednotenje opcij	Black/Scholes	Black/Scholes z odbitkom	drugi modeli		Dodelitev opcij	obveza		po izbiri	osnova obveza/dodatno izbira		
Udeležba menedžerjev pri premiji	ne		da		Pogostnost	letno		dvoletno	neredno		

Vir: Dopolnjeno po Stelter, 1999, str. 222.

Podjetje omenjene prvine določi v opsijskem načrtu (angl. *stock options plan*), v njem pa se določi izvajalec nagrajevanja, ki skrbi za natančno izvajanje določil načrta. Dakič in Debeljak menita, da v Sloveniji ta položaj lahko pripade edinole nadzornemu svetu, vendar pa bi ta moral oblikovati pododbor iz članov, ki niso niti predstavniki zaposlenih niti nimajo večjega lastniškega deleža v podjetju. Tako bi se omogočila

nepriustranskost nagrajevanja in zmanjšala možnost preračunljivega vedenja (Dakič, Debeljak, 1999, str. 316).

4.3.1. Izbor upravičencev in število opcij

Načelno je z opcijami mogoče nagrajevati vse nosilce odločitev v podjetju. Vendar pa je spuščanje po ravneh obratno sorazmerno z jakostjo vpliva mogočega upravičenca na ceno delnice. Na nižji menedžment tako nagrajevanje nima neposrednega motivacijskega učinka, temveč omogoča samo udeležbo pri ustvarjeni vrednosti. Volkswagen AG ima vpeljana nagrajevanje z opcijami za vse redno zaposlene (Achleitner, Wichels, 2000, str. 17). Taka politika je vprašljiva, saj so delavci že drugače vezani na delovno mesto zaradi posebnih spretnosti, nagrajevanje po vrednosti pa nanje dodatno prenaša nesistematično tveganje.¹⁷ V splošnem je mogoče zagovarjati podeljevanje opcij tistim menedžerjem, ki imajo neposreden vpliv na poslovno politiko podjetja, saj so le tedaj lahko izpolnjene vse zahteve, ki sem jih podal v poglavju 3.4.

Smiselnost uporabe opcij pri nagrajevanju nadzornih svetov je dvorezna: po eni strani tako nagrajevanje omogoča pridobitev sposobnih članov nadzornega sveta, po drugi pa je vprašljivo navzkrižje z nadzornim položajem (ibid.). Nemški KonTraG je izključil člane NS kot mogoče upravičence do opcij, medtem ko ZGD (katerega prenova se je zgledovala po KonTraG) v 318. členu kot mogoče upravičence izrecno omenja člane uprave, nadzornega sveta in delavce družbe ali z njo povezane družbe. Če se podjetje vendarle odloči za nagrajevanje nadzornega sveta z opcijami, je treba položaj izvajalca nagrajevanja predati drugemu neodvisnemu organu.

Vrednotenje opcij je pomemben vidik nagrajevanja z opcijami, saj omogoča oceno višine nagrad menedžerjem ob podelitvi opcij. Za izračun števila opcij je predhodno vrednotenje potrebno, če želi podjetje ohraniti stalno razmerje med nespremenljivim in spremenljivim plačilom oziroma menedžerje nagraditi z nespremenjeno vrednostjo opcij. Če menedžerjem samodejno pripade določeno število opcij glede na položaj, pa predhodno vrednotenje seveda ni bistveno. Podoben postopek je potreben, če menedžerji sami izberejo določeno število ali vrednost opcij.

Institucionalne podrobnosti pri podeljevanju opcij so izredno pomembne tudi v ekonomskem in motivacijskem smislu. 40% ameriških podjetij podeljuje opcije na podlagi nespremenljive vrednosti opcij, 40% na podlagi nespremenljivega števila temeljnih delnic, ostalih 20% pa uporablja druge načine (Murphy 1999, str. 2503). Pri uporabi nespremenljive vrednosti opcij se upošteva ciljna vrednost nagrad, izražena navadno kot večkratnik bruto plače, število opcij pa se izračuna kot količnik ciljne

¹⁷ Cilji takšnega nagrajevanja so lahko drugačni, npr. izoblikovanje močne kulture podjetja, ki prispeva k splošnemu dvigu produktivnosti in krepi pripadnost podjetju.

vrednosti in vrednosti ene opcije. Večkratnik bruto plače večinoma izvira iz povprečnih vrednosti v dejavnosti ali gospodarstvu, kot jih je najti v raziskavah nagrajevanja v gospodarstvu. Nespremenljivo število temeljnih delnic se določi za nekaj let vnaprej (tudi na podlagi istih raziskav). V obdobjih rastočih borznih gibanj se vrednost nagrad na podlagi nespremenljive vrednosti (npr. Black/Scholes) povečuje, ker pa ista podjetja sodelujejo v omenjenih raziskavah, se s tem viša tudi povprečje večkratnikov bruto plač, kar povratno vpliva tudi na popravek števila opcij pri podjetjih, ki uporabljajo nespremenljivo število temeljnih delnic (Murphy, 1999, str. 2504). Razcvet nagrajevanja z delniškimi opcijami izvira torej v precejšnji meri iz zakonitosti postopka podeljevanja opcij in ni povezan z motivacijskimi razlogi.

Število dodeljenih delniških opcij je lahko odvisno od položaja menedžerja, njegovih nespremenljivih prejemkov ali teh skupaj z bonusi (nespremenljivo in spremenljivo gotovinsko plačilo). Za doseg dodatnega motivacijskega vzvoda je najprimernejša zadnja različica, ki ustrezno povezuje prvine kratkoročnega nagrajevanja (bonusi) in dolgoročnih spodbud. Opcijski načrt lahko omeji največje število (neizvršenih) opcij, ki jih lahko ima vsak trenutek v lasti neki menedžer, kakor tudi največje skupno število veljavnih opcij na ravni celotnega podjetja. S tem se preprečijo precejšnji in nepredvidljivi premiki v lastniški sestavi

Nekatera nemška podjetja (prvi opsijski načrt v Nemčiji je Daimler Chrysler uvedel šele leta 1996) se v zadnjem času odločajo za povezavo števila ponujenih opcij s številom delnic podjetja, ki jih predhodno pridobijo menedžerji (Weber, 2000, str. 35). Med njimi so Schering AG, Bayer, BASF in Lufthansa (prim. zglede opsijskih načrtov v Nemčiji v zaključku tega poglavja). To možnost bom podrobneje obravnaval v naslednjem poglavju, v okviru obravnave tveganosti nagrad iz delniških opcij.

Pomembna prvina je tudi pogostnost podeljevanja opcij. Podjetje lahko podeli 5.000 opcij enkrat v petletnem obdobju ali pa 1.000 opcij vsako leto. V razmerah rastočih tečajev je mogoči dobiček enkratne podelitve (angl. *front loading*) precej večji, obratno velja, če so tečaji nestanovitni okoli razmeroma ustaljene točke. Na splošno se tveganje menedžerjev zmanjšuje s pogostnostjo podelitev. Izgubo prejšnjega opsijskega načrta (zmanjšanje časovne in/ali notranje vrednosti opcij) nadomesti podelitev opcij z nižjo izvršilno ceno. S tem se zmanjša dolgoročna spodbuda k ustvarjanju vrednosti za delničarje (Kramarsch, 2000, str. 180).

4.3.2. Prenosljivost opcij in izredni dogodki

Namen nagrajevanja z opcijami je spodbujanje menedžerjev k dolgoročnemu ustvarjanju vrednosti, zato je prepoved prodaje prejetih opcij sestavni del vsakega opsijskega načrta. Ob smrti menedžerja preidejo opcije po pravilu na zakonite dediče.

Podjetje mora predvideti tudi izredne dogodke, ob katerih postanejo opcije takoj izvršljive ali pa zapadejo (Dakič, Debeljak, 1999, str. 320):

- prevzem, pripojitev, združitev ali likvidacija navadno sprožijo takojšnjo izvršljivost opcij (angl. *change-in-control provisions*);¹⁸
- uprava si lahko zagotovi pravico do izvršitve opcij, če jo skupščina ali nadzorni svet zamenja;
- prekinitev delovnega razmerja na lastno željo ali po lastni krivdi opcije izniči;
- drugi posebni primeri, ki zahtevajo posebno pogodbeno ureditev, so nepodaljšanje pogodbe upravi, sporazumna prekinitev delovnega razmerja, upokožitev in nezmožnost za delo.

4.3.3. Izvršilna cena in poravnava

V izračun izvršilne cene je potrebno vključiti zaščito pred zvišanjem osnovnega kapitala ali njegove razvodenitve, v nasprotnem primeru se motivacijski učinek opcijskega načrta lahko bistveno zmanjša (Stelter, 1999, str. 225). To je mogoče doseči s poznejšim znižanjem izvršilne cene ali izdajo dodatnih opcij, sorazmerno povečanju kapitala (Trenkwalder, 2000, str. 23). Obraten postopek je lahko določen, ko financiranje opcijskega načrta poteka z nakupom lastnih delnic in ta nakup vpliva na zvišanje tečaja delnice in posredno tudi vrednosti opcij.

Nadalje so pomembna določila, ki urejajo možnost poznejših popravkov izvršilne cene (angl. *repricing*) oziroma zamenjave ničvrednih opcij (angl. *option swaps*). Kot povedano med obravnavo načel nagrajevanja z opcijami, je tak postopek utemeljen le v izjemnih primerih (Weber, 2000, str. 39):

- padec cen delnic je dolgoročne narave,
- deležni so ga tisti, ki na to niso mogli imeti vpliva (vrhnji menedžment je izvzet),
- s spremembo ostalih prvin se priskrbi delno nadomestilo delničarjem (podaljšanje moratorija ali dobe prepovedi prodaje delnic, skupna vrednost novih oziroma spremenjenih opcije je enaka skupni vrednosti starih).¹⁹

¹⁸ Nekatera podjetja v ZDA poleg teh dogodkov (angl. *single trigger*) pogojujejo takojšnjo izvršljivost opcij še z dodatnim pogojem (angl. *double trigger*), namreč s prizadetostjo menedžerja. Ta nastane, če prevzemu podjetja sledi prostovoljna ali neprostovoljna prekinitev delovnega razmerja.

¹⁹ Stare opcije so se ne splača, imajo torej samo časovno vrednost. Nasprotno so nove opcije (ali nova izvršilna cena) *at the money* in njihova (časovna) vrednost je večja. Zahteva po ohranitvi skupne vrednosti tedaj pomeni, da se menedžerjem dodeli manjše število novih oziroma spremenjenih opcij kot zamenjavo za stare.

Določanje izvršilne cene je pogosto neločljivo povezano z izvršilnimi ovirami, zato bodo nekatere stvarne možnosti oblikovanja izvršilnih cen in izvršilnih ovir opisane v poglavju 4.3.4.

Izvršitev lahko poteka na tri načine: 1) plačilo izvršilne cene (menedžerji) in izročitev delnic (podjetje) (angl. *share settlement*), 2) poravnava v gotovini (angl. *cash settlement*), pri navideznih opcijah edina možnost, ter 3) izplačilo dobička iz opcij po davkih v obliki delnic podjetja (angl. *cashless exercise*). Prvi način je z vidika menedžerja najmanj ugoden, saj poleg plačila izvršilne cene predvideva tudi plačilo davkov, kar je ob določilu prepovedi takojšnje odprodaje delnic precejšnje finančno breme. Tretji način za menedžerja nima denarnih posledic.

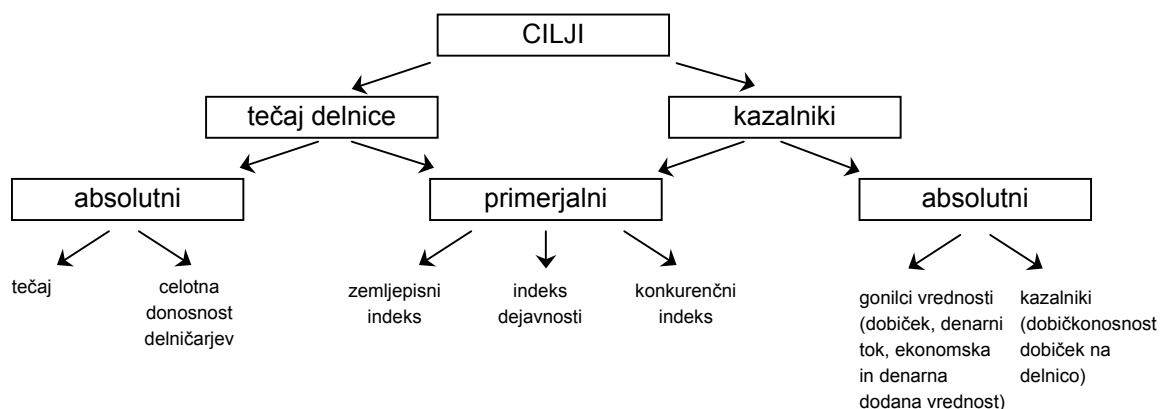
4.3.4. Doseganje ciljev

Pogojevanje izvršitve z doseganjem ciljev (angl. *hurdles, targets*) ima dva, bistveno različna namena: 1) upoštevanje ciljev delničarjev (npr. najmanjša zahtevana rast cene delnice), in 2) preprečevanje izjemnih, nezasluženih dobičkov menedžerjev (angl. *windfall profits*), kot tudi zrcalnih izgub, ki izhajajo iz splošnih gibanj trga. Za prvi namen obstajajo nepristranska sodila, v drugem primeru gre za politično odločitev. Primernost nekega cilja je vedno odvisna od uravnoteženosti upoštevanja ciljev podjetja (delničarjev), strategij ravnanja s človeškimi viri in usmeritve politike nagrajevanja.

Izvršilne cilje (izvršilne pogoje, ovire ali omejitve) je mogoče razdeliti, kot kaže Slika 4-1.

Cilji na podlagi rasti tečajev imajo dve obliki: enotni prag rasti tečaja, ki velja celotno obdobje (npr. 30% v treh letih), in postopni letni cilji rasti.

Slika 4-1 Razvrstitev izvršilnih ciljev opsijskih načrtov



Vir: Kramarsch 2000, str. 159.

Pri primerjalnih ciljeh je pogoj za izvršitev primerno razmerje med rastjo cene delnice in rastjo izbranega indeksa, navadno pa je to razmerje tudi del izračuna dobička menedžerja. Tukaj je prepuščeno izvirnosti podjetja, po kakšni formuli bo upoštevalo indeks (glej zglede v Tabeli 4-5).

Izbrani indeks je lahko tudi umetno sestavljen. Lufthansa sama izračunava indeks dejavnosti, sestavljen 50% iz delnic British Airways, 30% iz delnic KLM in 20% iz delnic Swissair. V indeksu upoštevajo tečaje, dividende in druge pravice, skratka celotno donosnost delničarjev (Ott, 1998, str. 123). Ob koncu triletnega obdobja opazujejo, kako se je razvijala donosnost Lufthansine delnice v primerjavi z omenjeno konkurenco.²⁰ Za vsako odstotno točko presežka pripade menedžerju določeno izplačilo, ki narašča eksponencialno, omejeno pa je na 40 odstotnih točk presežka. To so navidezne opcije z vključenim primerjalnim ciljem (angl. *outperformance options*).

Pri doseganju primernih vrednosti notranjih kazalnikov kot pogoju za izvršitev se predvideva, da se notranji gonilci vrednosti dolgoročno uresničijo v tečaju delnice. Če ta pogoj ni izpolnjen, postanejo opcijski načrti samo sredstvo izplačila čezmernih nagrad. Osnovne vzorce uporabe izvršilnih ciljev prikazuje Tabela 4-4.

Skupne ovire pripeljejo v praksi do zgodnje izvršitve (zaradi zavarovanja nakopičenega dobička pred izgubo), motivacijski učinek pa strmo raste do tik pred pragom in strmo pade takoj zatem. Zato je enotni cilj bolje razčleniti v več letnih ciljev (npr. izvršitev je mogoča v **vsakem** od naslednjih primerov: rast tečaja v prvem letu 10%, v dveh letih 20%, v treh 30% itd.).²¹ Načrti na podlagi skupnih ovir so mogoči tudi v povezavi s primerjalnimi in notranjimi cilji (npr. izvršitev je mogoča, če rast tečaja delnice preseže SBI 20 za 5% v treh letih ali razporejeno na letne cilje).

Tabela 4-4 Vzorci uporabe izvršilnih ciljev

SKUPNE OVIRE	SPREMINJANJE IZVRŠILNE CENE	DELNE OVIRE	VZORCI Z ODBITKOM
Doseganje cilja je pogoj za izvršitev vseh opcij	Cilj je sestavni del preračuna izvirne izvršilne cene	V odvisnosti od stopnje doseganja cilja je mogoče izvršiti del opcij	Doseganje cilja določa dobiček načrta z obračunom izvršilne cene <i>ex post</i>

Vir: Dopolnjeno po Kramarsch, 2000, str. 166.

²⁰ Zanimivo bi bilo videti, kaj so pri Lufthansi v zvezi z izračunavanjem izvršilne cene svojega opcijskega programa ukrenili ob propadu družbe Swissair.

²¹ Iz motivacijskih razlogov je mogoče dopustiti tudi zbirno izpolnjevanje ciljev, se pravi, da lahko menedžer izvrši vse opcije po treh letih, četudi je ob skupni rasti tečaja 17% dosežena rast v prvem letu znašala 12%, ali pa je bila le 8%, pa zato v dveh letih 21%. Seveda z vidika ciljev delničarjev to ni ugodno. Motivacijski učinek tudi po doseženem pragu ne ugasne, saj je izvršitev za menedžerja zagotovljena, višina nagrade pa je še naprej odvisna od tržne cene delnice.

Skupne ovire so lahko upoštevane tudi posredno, s **spreminjanjem izvršilne cene**. Opcijski načrt lahko določi, da se začetna izvršilna cena prevrednoti za stroške kapitala (WACC) ali drug odstotek oziroma da se prevrednoti v skladu z indeksom (velja pri uporabi primerjalnih ciljev). S tem je mogoče ekonomsko doseči enake izvršilne omejitve, vendar s hkratnim vplivom na mogoči dobiček menedžerjev. V prvem primeru (revalorizacija z WACC) so ti udeleženi le še pri ustvarjeni vrednosti za delničarje, v drugem (indeksiranje) pa pri dodani vrednosti za delničarje, ki presega dodano vrednost v podjetjih, vključenih v indeks (ob padcu tečajev menedžerji prejmejo nagrado za sorazmerno manjše zmanjšanje vrednosti za delničarje).

Delne ovire se nanašajo na uporabo primerjalnih in notranjih ciljev, saj dobiček iz opcij pri uporabi absolutnih tečajnih ciljev že po svoji naravi sledi razvoju tečaja. Lahko se določi, da je ob nespremenjeni izvršilni ceni mogoče izvršiti 10% opcij za vsakih 0,5% presežka rasti tečaja delnice nad SBI 20. Podobno je delež opcij mogoče povezati s CFROI, tako da sme menedžer izvršiti vse opcije, če CFROI preseže WACC za dve odstotni točki, če ga preseže manj, ugasne polovica opcij, če pa je manjši, ugasnejo vse opcije.

Vzorci z odbitkom pomenijo neznačilno uporabo ciljev, saj doseganje cilja ni pogoj za izvršitev, temveč vpliva na izračun dobička iz opcij zaradi oblikovanja izvršilne cene kot odbitka na veljavno tržno ceno delnice. S tem se v dobršni meri izgubi bistvo opcij, tj. neposredna udeležba pri rasti tečajev, saj absolutna raven tečaja – razen če niso postavljene še druge izvršilne omejitve – ne določa možnega dobička. Podjetja z uvajanjem takih vzorcev želijo bodisi omejiti mogoči dobiček menedžerjev bodisi ločiti višino mogočega dobička od dejanskega gibanja tečaja. Medtem ko je prva želja lahko povsem v skladu s politiko nagrajevanja ali strategijo ravnanja s človeškimi viri (tak namen je mogoče preprosto doseči tudi pri obeh predhodnih vzorcih, tako da se omeji največji mogoči dobiček ali postavijo ustrezne izvršilne omejitve), pa druga omogoča netvegane nagrade menedžerjem ne glede na donos delničarjev, zato morajo biti v take vzorce vključene dodatna varovala.

V zaključku ponazarjam na praktičnih primerih opsijskih načrtov nemških podjetij, kako izbira vzorca vpliva na mogoče nagrade menedžerjev ob različnih scenarijih gibanja tečajev delnic in indeksov.²² Pri tem sem upošteval nekatere domneve in poenostavitve, da bi bila primerjava med podjetji lažja. V Tabeli 4-5 je razvidno, kako različni izvršilni pogoji in načini izračunov izvršilne cene, ki so podlaga posameznih načrtov, pripeljejo do povsem različnih izidov. Videti pa je tudi, da včasih tudi

²² V Nemčiji je upoštevanje izvršilnih ciljev predpisano z zakonom (KonTraG). Kako je to storiti, ni predpisano, zato obstaja veliko izvirnih rešitev. V ZDA do nedavnega večina standardnih opsijskih načrtov ni predvidevala takih omejitev, po načelu »za vsak dolar dodane vrednosti za delničarje nekaj centov menedžerjem« (glej tudi Tabelo 5-3).

razmeroma zapleteni izračuni niso vedno povezani z jasno logiko ustvarjanja vrednosti za delničarje.

Tabela 4-5 Simulacija izplačil opsijskih načrtov v Nemčiji

Podjetje ^{1,2}	Izvršilni pogoji	Izvršilna cena	Vzorec
Deutsche Bank, Volkswagen	rast cene delnice 10%	tržna cena ob podelitvi	skupna ovira (absolutni tečaj)
Dresdner Bank	preseganje bančnega indeksa v 3 letih	tržna cena čez tri leta minus odbitek (št. odstotnih točk presežka, pomnoženo z 2, če je ta večji od 5%)	skupna ovira (indeks) in vzorec z odbitkom
Schwarz Pharma	rast cene delnice 8,5% letno glede na začetno ceno; zaostajanje za farmacevtskim indeksom za manj kot 3% letno v 3 letih;	tržna cena ob podelitvi, zvišana ali znižana za št. odstotnih točk razlike med indeksom in rastjo tečaja v letu 3	skupna ovira (absolutni tečaj in indeks), delna sprememba izvršilne cene
Henkel	preseganje indeksa DAX	tržna cena ob izvršitvi minus odbitek (št. odstotnih točk presežka)	skupna ovira (indeks) in vzorec z odbitkom
SAP ⁴	pozitivna rast tečaja glede na prejšnje leto	izplačilo tečajne razlike (100% za prvih 100 DM, 50% za drugih 100 DM in 25% za več)	skupna ovira (absolutni tečaj) in sprememba izvršilne cene
Lufthansa ³	presežek letalskega indeksa	glej zgoraj	skupna ovira (indeks) in vzorec z odbitkom

	t=0	1	2	3	4	5
Scenarij 1						
Tečaj	100	105	115	125	135	145
Indeks	100	103	115	127	140	150
Scenarij 2						
Tečaj	100	103	105	95	110	105
Indeks	100	105	100	90	95	95
	Deutsche Bank, VW	Dresdner Bank	Schwarz Pharma	Henkel	SAP	Lufthansa
Izplačilo 1 v t=5	45	0	43	0	35	0
Izplačilo 2 v t=5	0	19,5	0	10,5	13,75	39

Opombe: ¹Tveganje: predvidel sem isto sestavo tveganja za vsa podjetja in isto rast tečajev.

²Ročnost: Deutsche Bank 10 let, VW 5, Dresdner Bank 5, Schwarz Pharma 7, Henkel 5, SAP 1 in Lufthansa 3 leta.

³Lufthansa: predvidel sem, da je znesek, namenjen izplačilu, enak izplačilu pri navadni opciji pri rasti 30% v treh letih ob izenačenosti z indeksom. Ostala izplačila sem izračunal po formuli $30 \times \text{Exp}(0,05 \times \text{delta})$; delta je razlika med rastjo tečaja in indeksom. Od tod izhaja obseg plačil med 30 in 222 za vrednosti delta med 0 in 40.

⁴SAP: Ker so v specifikaciji absolutni zneski, sem domneval, da prvih 100 DM pomeni 5% rast, tj. tržna cena delnice znaša okoli 2.000 DM.

Vir: Specifikacije povzete po Pellens, 1998, str. 21-25, Clotten, 1998, str. 112-113, Schwarz-Schütte, 1999, str. 86, dopolnjeno z lastnimi domnevami, podatki in analizo.

4.3.5. Vir delnic

Financiranje opsijskega načrta je ključna prvina, saj določa način obremenitve premoženja delničarjev in vpliv na stanje denarja ter poslovno uspešnost podjetja, kakor tudi določa ustrezno davčno in bilančno obravnavo. Mogoče so naslednje oblike financiranja:

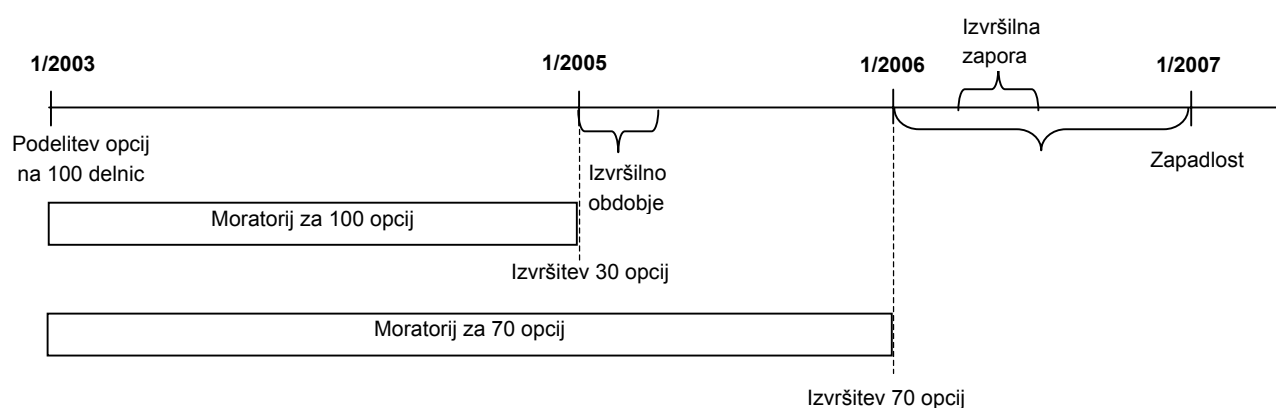
- nakup opcij na kapitalskem trgu,
- financiranje iz dobička,
- financiranje z izdajo lastnih delnic in
- pogojno ali odobreno povečanje kapitala.

Zakonske predpise pri uporabi teh možnosti ter vpliv oblik financiranja na tveganje in likvidnost podjetja oziroma premoženje delničarjev bom podrobneje obravnaval v okviru šestega poglavja.

4.3.6. Časovne sestavine nagrajevanja z opcijami

Pri opsijskem nagrajevanju nastopa več pomembnih časovnih prvin. Slika 4-2 prikazuje opsijski načrt, ki je razdeljen v dva obroka: 30% opcij je izvršljivih po dvoletnem moratoriju (angl. *vesting period*, nem. *Sperrfrist*), preostanek pa po treh letih, vendar z višjo izvršilno ceno. Namen moratorija je poleg preprečevanja kratkoročnega vplivanja na ceno delnice tudi krepitev povezanosti menedžerjev s podjetjem, zato se v praksi uveljavljajo roki od 1-3 let (Weber, 2000, str. 37). Večina opsijskih načrtov predvideva ugasnitev pravic iz opcij, če menedžer podjetje zapusti v obdobju moratorija. V opsijskem načrtu se lahko določi prenos neizvršenih opcij prejšnjih obrokov v naslednje izvršilno obdobje po takrat veljavni izvršilni ceni. V Nemčiji so s KonTraG celo zakonsko predpisali minimalno dobo moratorija (2 leti), pri nas podobnega določila ni. Obročni načrti (angl. *ratable vesting*) dosegajo večjo vezanost menedžerjev na podjetje kot tisti z enotnim moratorijem za vse opcije (angl. *cliff vesting*).

Slika 4-2 Časovne sestavine obročnega opsijskega načrta



Vir: Trenkwalder, 2000, str. 12.

Izvršilno obdobje je čas po koncu moratorija, ko je mogoče opcije izvršiti. Lahko je razmeroma kratko (nekaj dni), daljše (nekaj mesecev) ali brez omejitev, priporočljivo pa je določiti čas, ki sledi objavi (med)letnega poročila ali skupščini delničarjev. Možnost zlorabe notranjih informacij je tako manjša. Kot druga možnost se priporoča

zapora določenih obdobj (čas **pred** objavo občutljivih informacij ali napovedi) iz istega razloga. Sploh pa je mogoče najbolje izločiti nevarnost kratkoročnega vplivanja na tečaj z redno letno dodelitvijo novih opcij, kar hkrati prispeva k ustaljenosti prihodkov menedžerjev.

Ročnost (čas do zapadlosti) dodeljenih opcij je skrajni datum, po katerem so vse opcije nične; v praksi znaša 3-10 let. Izbira ročnosti je močno odvisna od dejavnosti – inovativna in raziskovalna podjetja izberejo bolj daljnosežne načrte, kajti proces ustvarjanja vrednosti traja dlje.

Zadnja kategorija, ki lahko odločilno vpliva na uravnoteženje tveganja in dolgoročni motivacijski učinek, je obdobje prepovedi odsvojitve delnic, ki je v praksi 1-5 let. V veliki meri je njegova določitev odvisna od davčne ureditve kapitalskih dobičkov kot tudi od trenutka obdavčenja koristi iz opcij, ki lahko dodatno poslabša likvidnostni položaj menedžerja. Podobno kot pri sami izvršitvi je tudi pri prodaji delnic iz opcijskih načrtov smiselno določiti prodajna okna (angl. *trading windows*) ali prodajne zapore (angl. *block periods*), zlasti ker je možnost zlorabe notranjih informacij tukaj še bolj verjetna (glej poglavje 6.2.).

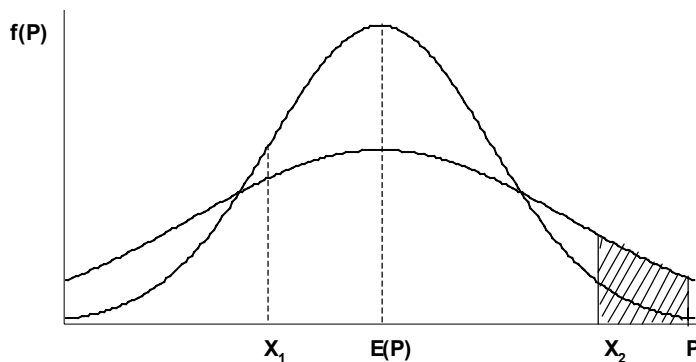
5. UČINKOVITOST NAGRAJEVANJA Z DELNIŠKIMI OPCIJAMI PRI REŠEVANJU PROBLEMOV AGENTA

5.1. MOTIVACIJSKI UČINKI DELNIŠKIH OPCIJ

Na Sliki 5-1 sta prikazani verjetnostni porazdelitvi iste delnice, kjer ožja krivulja temelji na večji stanovitnosti delnice. Dvig nestanovitnosti delnice ima *ceteris paribus* pozitiven vpliv na (časovno) vrednost opcije. Časovni vrednosti opcije in delnice sestojita iz mogoče izgube (če cena P pade pod trenutno $E(P)$) in mogočega dobička (če cena P naraste nad trenutno $E(P)$). Časovna vrednost delnice je seveda enaka nič (mogoča izguba in dobiček sta enaka), saj sicer njena cena ne bi mirovala. Mogoča izguba pri opciji je manjša, saj se izgube levo od vrednosti X_1 ne upoštevajo (ni izvršitve opcije).

Dvig nestanovitnosti ugodno vpliva na mogoči dobiček opcije, pri mogoči izgubi pa je zaradi omenjene asimetrije vpliv na časovno vrednost opcije manj negativen. Časovna vrednost opcije sestoji iz obeh sestavin in zato naraste, enako velja za celotno vrednost opcije (pogoj za to je seveda nespremenjenost pričakovane vrednosti delnice, se pravi, da se ob povišani nestanovitnosti tečaj delnice, s tem pa tudi notranja vrednost opcije, ne spremenita). Pri opcijah se *ne plača* je razmislek še preprostejši, saj časovna vrednost sestoji le iz mogočega dobička. Črtkani del na Sliki 5-1 kaže, da je mogoči dobiček višji pri bolj ploščati, tj. bolj tvegani porazdelitvi.

Slika 5-1 Vpliv nestanovitnosti na časovno vrednost opcije



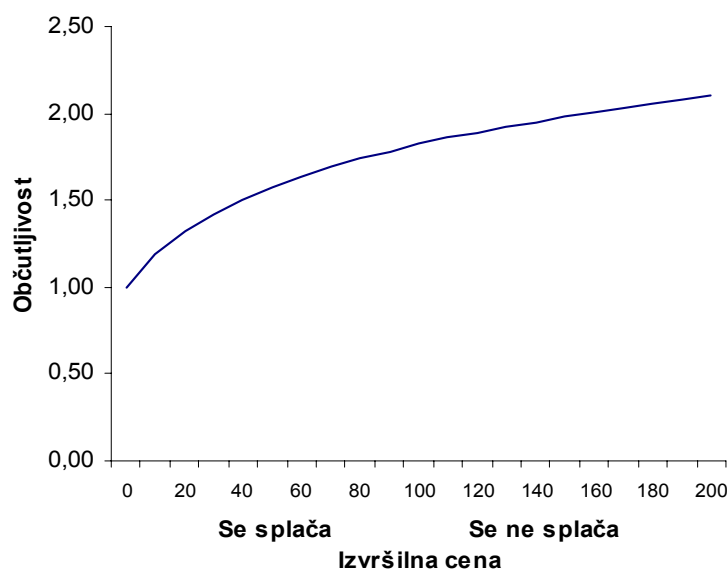
Opombe: X_1, X_2 izvršilna cena
 P mogoča cena delnice
 $E(P)$ trenutna cena delnice
 $f(P)$ gostota verjetnosti

Vir: Lastna ponazoritev.

S tem sem opisal osnovni mehanizem nagrajevanja z opcijami pri reševanju problemov agenta med menedžerji in delničarji: povišano tveganje delnice zvišuje vrednost opcij, s katerimi so nagrajeni menedžerji. S tem se zmanjša njihova nagnjenost k strategijam, ki (oportunitetno) uničujejo vrednost za delničarje: pretirani likvidnosti, širitvijo na ravni podjetja z nakupi podjetij v drugih dejavnostih in opustitvi donosnih naložb (glej poglavje 2.2.).

Vendar pa povedano velja za podelitev novih opcij. Zaradi celovite obravnave je treba preučiti tudi občutljivost skupnega premoženja menedžerja na spremembo tečaja delnice podjetja. Ta vpliva na doseženo vrednost delnic in opcij, ki jih je prejel ali kupil menedžer v preteklosti. V poglavju 5.6.1. bom podal osnove vrednotenja opcij, že sedaj pa naj velja, da se vrednost opcij se *splača* spremeni za manj kot enoto pri spremembi tečaja delnice za enoto (mogoča izguba pri opciji je manjša). Sprememba vrednosti opcije je toliko manjša, kolikor manj se ta *splača*. Toda menedžerja zanima predvsem odstotna sprememba njegovega premoženja. Zato je potrebno primerjati občutljivost posameznih premoženjskih oblik iste vrednosti. Opcija je resda manj občutljiva na spremembo tečaja delnice, vendar pa je tudi vredna manj od delnice. Za isto vrednost delnic je torej potrebnih več opcij (vzvod), zato je pomemben skupni učinek. Izkaže se, da je učinek vzvoda močnejši. Opcije *at the money* so več kot dvakrat bolj občutljive od iste vrednosti v delnicah, opcije se *ne plača* s 50% višjo izvršilno ceno pa še nadaljnjih 27% (Hall, 1998, str. 12-14). Zelo tvegane so tudi indeksirane opcije.

Slika 5-2 Občutljivost delnic in premoženja, sestavljenega iz opcij, na spremembo cene delnice (tržna cena delnice je 100)



Opomba: Vrednost opcij temelji na modelu Blacka in Scholesa, s parametri: ročnost 10 let, netvegana obrestna mera 6 %, stopnja dividend 3%, nestanovitnost 32%.

Vir: Hall, 1998, str. 37.

Na Sliki 5-2 je prikazana občutljivost različnih vrst opcij na spremembo tečaja delnice (delnico je mogoče obravnavati kot opcijo z izvršilno ceno 0). Občutljivost premoženja deluje v obe smeri, zato je mogoče resno podvomiti o tem, ali delniške opcije dejansko spodbujajo menedžerje k prevzemanju tveganja. Iz pravkar podane analize izhaja prej nasprotno.

5.2. ODZIVNOST SLOVENSKEGA KAPITALSKEGA TRGA NA DOGAJANJA V PODJETJIH

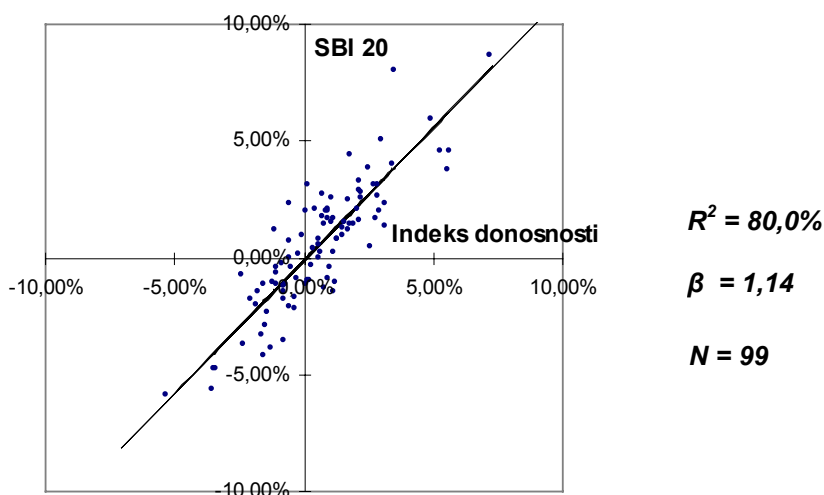
V drugem poglavju sem opozoril na motnjo pri vladanju podjetjem, kjer čezmerne zasebne koristi preprečujejo učinkovito delovanje in razvoj kapitalskega trga. To je zlasti problem držav na prehodu, v katerih so pravice zasebne lastnine in še posebej pravice malih delničarjev pomanjkljivo zaščitene. Končna posledica je sočasno gibanje delnic na podlagi temeljnih makroekonomskih gibanj, kjer cene delnic ne odsevajo svojevrstnega dogajanja v podjetjih in so zato neuporabne kot instrument razmestitve kapitala in ocenjevanja investicijske politike menedžerjev, vse skupaj pa negativno vpliva na rast BDP in produktivnosti.

V takih razmerah nagrajevanje z delniškimi instrumenti (kjer so tudi izvršilne ovire vezane edino na zunanje kazalnike) ni smiselno, ker ni izpolnjen osnovni pogoj - neposredna zveza med vloženim delom, učinkom in plačilom menedžerjev. Ker v Sloveniji ni mogoče izločiti takšnega položaja (določena znamenja sem nakazal v

poglavju 2.4.), kaže raziskati, ali je tudi za slovenska podjetja značilno sočasno gibanje cen delnic ali pa te vsebujejo predvsem posebne (nesistematične) informacije.

Taka analiza je seveda v praksi povezana z določenimi težavami, katerim se bom izognili z nekaterimi poenostavitvami, ki pa niso odločilne. Preučeval sem podjetja iz redne kotacije Ljubljanske borze (33 podjetij), saj menim, da sta le pri njih izpolnjena pogoja minimalne likvidnosti in zadostnega obsega trgovanja. Iz podatkov o gibanju cen njihovih delnic in izplačilih dividend v obdobju od 23.4.1998 do 7.6.2002 sem sestavil štirinajstdnevni indeks donosnosti (angl. *performance index*) kot nadomestek za gibanje tržne donosnosti. Za dnevne donosnosti sem domneval, da bi izkazovale preveč motenj, mesečnih podatkov pa ne bi bilo dovolj. Menim, da gibanje indeksa pojasni precejšen del variance donosnosti posameznih delnic, se pravi, da za slovenski kapitalski trg velja domneva sočasnosti gibanja delnic.

Slika 5-3 Statistična povezanost dveh indeksov



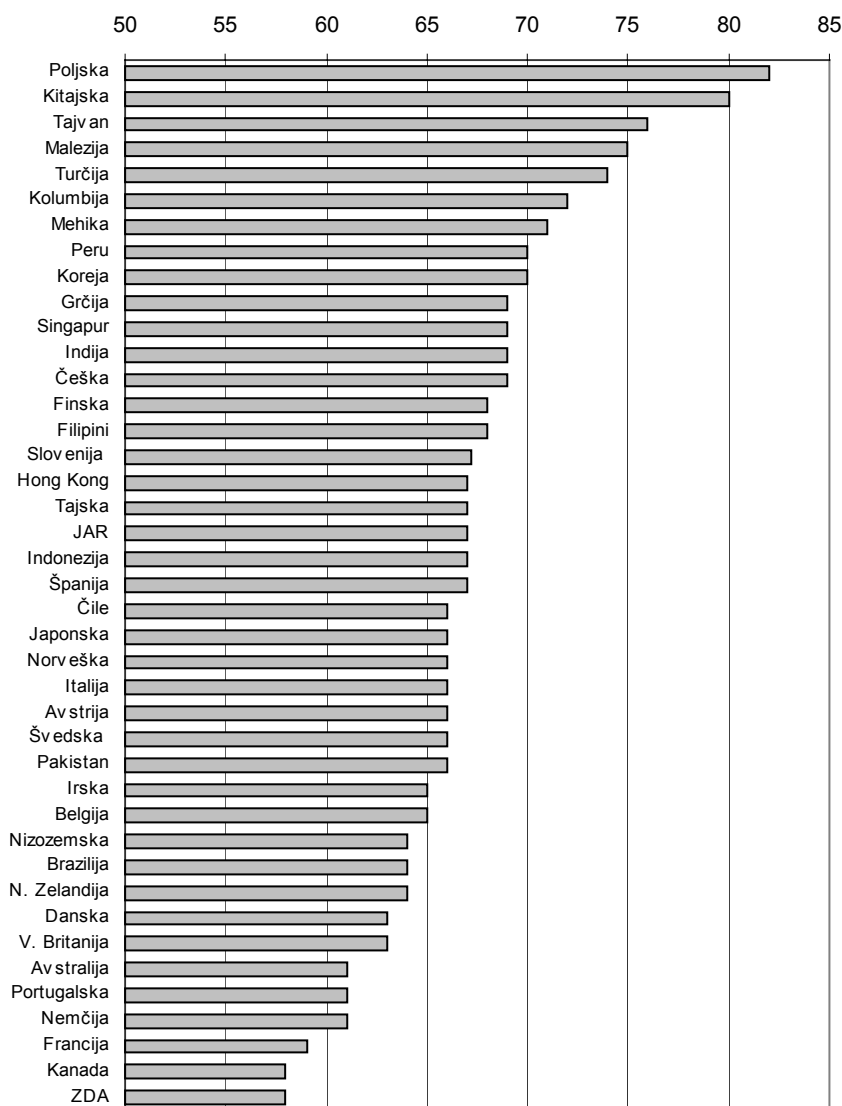
Vir: Arhiv tečajnic Ljubljanske borze, lastna analiza.

Naslednje vprašanje so bile uteži pri oblikovanju indeksa. SBI 20 vsebuje uteženo gibanje cen slovenskih »blue chip« podjetij na podlagi tržne kapitalizacije. To je seveda edino pravilno, vsakršna drugačna obtežitev bi vnesla popačenje. Po drugi strani se njegova sestava stalno spreminja, nekatere uteži so umetno omejene, zlasti pa ne meri skupne donosnosti delnic, temveč le kapitalsko donosnost. Odločil sem se za enake uteži vseh vključenih delnic, tako da indeks vsak trenutek zrcali povprečno štirinajstdnevno donosnost vseh delnic redne kotacije, s katerimi se je v obdobju trgovalo (in/ali pri katerih so bile izplačane dividende). Podobno Wilshire Associates izračunavajo dva niza donosov – enega na podlagi tržne kapitalizacije in enega tehtanega enakomerno (Radcliffe, 1994, str. 111). Ker je dividendna donosnost delnic naših podjetij sorazmerno nizka, bi lahko razlike med obema

indeksoma izvirale predvsem iz različne sestave in drugačnih uteži. Ljubljanska borza poleg indeksa SBI 20 izračunava tudi SBI NT, ki je po sestavi enak SBI 20, le da je netehtan (za ta indeks se nisem odločil, ker ne upošteva dividend, izračunava pa se šele od julija 2000).

Prva domneva je bila, da bosta indeksa visoko korelirana, kar se je tudi potrdilo (Slika 5-3). Skupno indeks pojasni kar 80% variance SBI 20. Podobno analizo je treba opraviti še za posamezne delnice.

Slika 5-4 Sočasno gibanje tečajev delnic po državah



Vir: Durnev, Morck, Yeung, 2000, str. 51, in lastna analiza.

Kot merilo sočasnosti je mogoče uporabiti naslednja kazalnika: delež s tržnimi gibanji pojasnjene variance ali pa – še preprosteje – največje število delnic, katerih donosnosti so se gibale v isto smer, v razmerju do skupnega števila delnic (Durnev, Morck, Yeung, 2001, str. 10). Prvi kazalnik je treba izračunati za vsako delnico in na

koncu oblikovati še povprečje vseh pojasnenih varianc, tehtano s posamičnimi variancami. Pri drugem kazalniku se izračuna povprečje omenjenih deležev za vsa obdobja.

Na Sliki 5-4 je prikazana primerjava kazalnika povprečnega deleža števila delnic, ki se vsak teden gibljejo v isto smer (podatki za ostale države za povprečni teden v letu 1995). Slovenija se uvršča v zgornji del lestvice z vrednostjo 67,2% (povprečni delež pri dnevni gibanjih 65,3%, pri štirinajstdnevni pa 67,6%) med manj ugledne države. V posameznem tednu so upoštevane tiste delnice, ki so dosegle donosnost, različno od nič.

Tabela 5-1 Sočasnost gibanja donosnosti slovenskih delnic v obdobju 1998-2002

Delnica	R ²	Beta	Standardni odklon	Vzorec
SBI NT	80,5%	0,97	2,55%	46
SBI 20	80,0%	1,13	3,00%	99
LKPG	55,2%	1,22	3,89%	99
KRKG	51,1%	1,28	4,24%	99
BTC	42,8%	1,06	3,84%	81
IEKG	41,4%	1,19	4,38%	99
SAVA	41,0%	0,99	3,66%	58
KOLR	39,8%	1,09	4,09%	99
PETG	39,4%	1,10	4,15%	99
GRVG	39,0%	1,20	4,55%	96
LEKA	37,2%	1,40	5,44%	99
ETOG	36,8%	1,13	4,41%	99
MER	32,9%	1,08	4,46%	72
ZTOG	32,7%	1,07	4,43%	52
MELR	30,9%	1,31	5,59%	99
TCRG	28,6%	0,70	3,10%	99
ZKNG	27,9%	1,35	6,06%	49
ITBG	26,6%	1,43	6,57%	56
DRPG	23,5%	0,79	3,86%	99
SALR	23,3%	1,37	6,73%	31
DELR	19,6%	0,96	5,14%	56
ZMTG	14,7%	0,85	5,25%	99
PILR	14,1%	0,68	4,29%	56
AELG	13,2%	0,61	3,98%	99
RARG	12,2%	1,35	9,16%	99
CHZG	7,6%	0,77	6,62%	86
EOKG	6,4%	0,45	4,22%	99
PULG	5,8%	0,72	7,09%	54
TEHG	4,7%	0,98	10,71%	83
GPG	4,1%	0,85	9,95%	98
KLMG	2,9%	0,62	8,63%	69
MAJG	0,8%	0,19	5,03%	52
MTSG	0,4%	0,41	15,36%	34
DPRG	0,1%	0,11	8,24%	31

Vir: Arhiv tečajnic Ljubljanske borze in lastna analiza.

V Tabeli 5-1 so podani izidi analize za kazalnik deleža s tržnimi gibanji pojasnenih varianc (R²). Podjetja so urejena v padajočem redu, navadno povprečje znaša 23,7%. Durnev, Morck in Yeung so izračunali tudi ta kazalnik po državah, vendar so

dodatno upoštevali še vpliv ameriškega delniškega indeksa, kar najverjetneje pomeni, da je izračunana slovenska vrednost podcenjena. Vrstni red držav se glede na prejšnji kazalnik ne spremeni bistveno, in Slovenija se uvršča na ta seznam podobno kot na Sliki 5-4 (na 9. mesto, za Poljsko 58%, Kitajsko 46%, Malezijo 42%, Tajvanom 41%, Turčijo 39%, Mehiko 29%, Perujem 29% in Tajsko 28%. Pred njo so vse ostale države, med zanimivejšimi Češka 18%, Italija 17%, Švedska 13%, Nemčija 11%, Avstrija 9%, Francija 8%, ter najboljše Velika Britanija 7%, Kanada 7%, Irska 6% in ZDA 2%)(Durnev, Morck, Yeung, 2000, str. 50).

Pri izračunu povprečnega deleža sem namerno prezrl uteži v višini posameznih varianc. To bi izid potisnilo bližje podjetjem z dna lestvice, ki imajo večinoma tudi višjo skupno varianco. Vendar pa so ta podjetja med manjšimi (ne velja za obe pivovarni), tako da bi vpliv velikosti verjetno nadomestil vpliv varianc. Na podlagi te poenostavljene analize lahko zaključim, da sta motivacijska učinkovitost in smiselnost nagrajevanja z opcijami v Sloveniji veliko manjša od tiste v drugih evropskih državah s tradicionalno šibkimi trgi kapitala, anglosaksonske države pa so seveda še korak naprej.

5.3. TVEGANOST NAGRAD IZ DELNIŠKIH OPCIJ ZA MENEDŽERJE

V poglavju 4.2. sem omenil zvišanje skupnih nagrad menedžerjev zaradi uvedbe (tveganih) opcijskih načrtov. Če se menedžerjem vrednost opcij ob podelitvi odtegne od letne bruto plače, ostane njihova pričakovana skupna nagrada nespremenjena ob večjem tveganju. Zato je treba od poštene vrednosti opcij odšteti nekakšen odbitek za tveganje, s čimer nastane ekvivalent, popravljen za tveganje (angl. *risk-adjusted equivalent*), ki ima primeren motivacijski učinek:

letna nespremenljiva plača	24.000.000
želeni delež plačila po učinku	30%
vrednost opcije po modelu ²³	20.000
potrebno število opcij	360
ekvivalent, popravljen za tveganje ²⁴	60%

²³ Model vrednotenja mora upoštevati vse značilne parametre določenega opcijskega načrta. To pripelje do precejšnjega odbitka v primerjavi z vrednostjo običajnih tržnih opcij, zaradi neprenosljivosti, moratorija, izvršilnih ovir in drugih omejitev. Ustreznno prilagoditev znanih modelov vrednotenja opcij obravnavam podrobno v poglavju 4.6.

²⁴ Delež pričakovane vrednosti spremenljive (tvegane) nagrade, prejet v nespremenljivem znesku, ki bi za menedžerja pomenil isto korist. Hall in Murphy s preprostim modelom pokazeta, da se zmanjša z večjo naklonjenostjo menedžerja tveganju in večjim številom delnic podjetja v njegovi lasti, raste pa z večanjem premoženja menedžerja, ki ni povezano s podjetjem (Hall, Murphy, 2000, str. 5). V ZDA je v 80. letih skupna vrednost nagrad (20% v delniških instrumentih) za 40% presejala skupno vrednost nagrad z nespremenljivimi sestavinami (Abowd, Kaplan, 1999, str. 9). To je primerljivo z mojim primerom.

popravljena vrednost opcij=20.000 X 60%=12.000
potrebno število opcij 600

Nagrajevanje z opcijami torej ne pomeni optimalne nagrajevalne pogodbe, saj zaradi različnega pojmovanja tveganja delničarjev in menedžerjev strošek nagrajevanja z opcijami za delničarje vedno presega vrednost, ki jo prejmejo (in ocenjujejo) menedžerji (Murphy, 1999, str. 2498). Suboptimalnost te pogodbe je mogoče upravičiti le, če motivacijski učinek presega razliko med stroški za delničarje in vrednostjo opcij za menedžerje (Abowd, Kaplan, 1999, str. 7).

V praksi (pre)malo uporabljan instrument, predhodna naložba menedžerjev v delnice podjetja kot pogoj za pridobitev določenega števila opcij, dodatno zvišuje tveganost denarnih pritokov in celotnega premoženja menedžerjev, vendar pa krepi uravnoteženost sestave tveganja menedžerjev in delničarjev. Če menedžerji prejmejo opcije odplačno, kot v pravkar obravnavanem številčnem primeru, je tveganje menedžerjev sicer simetrično (mogoči dobiček je enak mogoči izgubi in premiji za tveganje menedžerjev), vendar omejeno na plačane opsijske premije (v tem primeru odpovedovanje delu nespremenljivega plačila). Hkratna naložba v delnice tveganje menedžerja nekoliko približa stopnji tveganja delničarjev, vendar nikoli povsem. Razpršenost premoženja menedžerjev, ki odločilno vpliva na njihovo zahtevano premijo za tveganje, in pomen zahtevane naložbe v njem - kot tudi naklonjenost tveganju - v splošnem niso enaki tistim od mejnega delničarja. Visoko nesistematično tveganje, ki so mu menedžerji izpostavljeni tudi pri nespremenljivem nagrajevanju, se z uvedbo opsijskega nagrajevanja v povezavi z naložbo v delnice precej poviša. Pričakovati je, da bo odbitek (100% manj ekvivalent, popravljen za tveganje) – v gornjem primeru 40% - še večji (ob povečani motivacijski učinkovitosti nagrajevanja).²⁵ Kaže tudi upoštevati, da menedžerji naložbe v delnice financirajo iz že obdavčenih prejemkov (dodaten vzvod tveganja), kar pomeni, da je (bil) bruto znesek vsaj dvakrat tolikšen. Če ima podjetje vpeljana redno letno nagrajevanje z opcijami, je sčasoma precejšen delež premoženja menedžerjev naložen v delnice njihovega podjetja.²⁶ Vendar pa sta Ofek in Yermack v ZDA ugotovila, da na vsakih 1000 prejetih opcij menedžerji prodajo 180 delnic, neposredno po izvršitvi opcij prodajo vse prejete delnice, po pogodbenem prejemu delnic pa prodajo delnice v vrednosti 79% prejetih delnic (Ofek, Yermack, 1997, str. 12, 13, 15). Tako obnašanje je še bolj izrazito pri tistih menedžerjih, ki že imajo večje število delnic. Avtorja zaključita, da se menedžerji izdatno zaščitijo pred nerazpršenim tveganjem z

²⁵ *Donos naložbe v delnice namreč zaradi večjega nesistematičnega tveganja menedžerju ne prinaša zadostnega nadomestila. To pomeni, da menedžer utрпи oportunitetno izgubo, saj bi lahko svoje premoženje razpršil in dosegel tveganju primeren donos. Nadalje je mogoče sklepati, da zahtevana predhodna naložba v delnice pri opsijskih programih brez ustrezne prilagoditve nespremenljivih prejemkov deluje kot nadomestek za zmanjšanje nespremenljivih prejemkov.*

²⁶ *V ZDA je mediana lastniškega deleža menedžerjev v podjetjih S&P 500 med leti 1992 in 1998 narasla od 0,55% na 0,69%, samo zaradi opsijskih instrumentov (Perry, Zenner, 2000, str. 30).*

odprodajo delnic, ki so predhodno že bile v njihovi lasti. Samo pri menedžerjih brez večjega začetnega vložka v podjetju tako nagrajevanje prispeva k večanju njihove naložbe v podjetje (ibid., str. 25). Jensen in Murphy sta s simulacijo ocenjevala občutljivost vrednosti opcij na spremembe cen delnic in ugotovila, da znaša ta pri opcijah *at the money* 60% (Jensen, Murphy, 1990, str. 24). To bi pomenilo, da bi morali menedžerji za omejitev tveganja na vsakih 1.000 prejetih opcij prodati 600 delnic; empirično dognana vrednost (180) pa je precej nižja. Vseeno pa je vprašanje, v kolikšni meri lahko delničarji s pogojevanjem prejema opcij s predhodnim nakupom delnic tudi dejansko dosežejo svoj cilj.

Ne obstajajo enotni postopki za vrednotenje opcij z vidika menedžerjev. V splošnem je ta vrednost odvisna od naklonjenosti k tveganju, premoženja menedžerja, deleža tega premoženja, ki je naložen v delnice podjetja, in verjetnosti, da bo menedžer ob koncu obdobja neizvršljivosti še v podjetju. Tabela 5-2 vsebuje ocene ekvivalenta, popravljenega za tveganje, za tri vrste opcij in pogojno podeljene delnice. Mogoče je videti, kako različne stopnje naklonjenosti tveganju (izražene sorazmerno), različne stopnje razpršenosti premoženja menedžerjev (izražene kot delež premoženja, naložen enakovredno v delnice in opcije podjetja) ter različne stopnje tveganja posameznih vrst opcij vplivajo na vrednost opcij v očeh menedžerja. Tako je menedžer pripravljen ob 50% nakopičenosti premoženja in enaki naklonjenosti tveganju kot delničarji plačati za opcijo polno ceno, kot bi zanjo sicer plačali tudi delničarji na trgu kapitala. Z naraščanjem nenaklonjenosti tveganju ali kopičenjem premoženja pa ta vrednost strmo pada. Iz teorije vrednotenja je znano, da ima sprememba nestanovitnosti ali časa do dospelja sorazmerno večji vpliv na vrednost *se ne splača* opcij. To je povezano z dejstvom, da ima ta opcija višji vzvod; velik premik v tečaju delnice se pomnoži z nizko vrednostjo opcije, po drugi strani pa taka opcija zgublja vrednost proti dospelju hitreje, če tečaj delnice miruje (Figlewski, 1990, str. 100). Skratka, opcije *se ne splača* so bistveno bolj tvegane, zato je možnost hitrega nastanka velikanskih izgub velika. V Tabeli 5-2 je mogoče opaziti vpliv povečane tveganosti takih opcij: opcija *se splača* izkazuje pri naklonjenosti tveganju 2 in izhodiščni nakopičenosti 126% premijo za tveganje (=17,60 / 7,80), enakovredna opcija *se ne splača* pa kar 227%. To ima za nagrajevanje neugodne posledice, saj predhodna naložba v delnice in zahtevni izvršilni cilji (kar vpliva na manjšo verjetnost izvršitve in s tem večjo tveganost opcije) lahko zelo povečajo razliko med stroški nagrajevanja za delničarje in vrednostjo nagrad za menedžerje (glej primer in razpravo na začetku tega poglavja). Tukaj je torej pomemben *trade-off* med gospodarnostjo nagrajevanja in motivacijskimi učinki, ki se rastoče slabša.

Tveganje pri opcijah je simetrično (mogoči dobiček = mogoča izguba = vrednost opcije), vendar to velja le za osebe, ki na nestanovitnost delnic nimajo vpliva. Menedžerji ga seveda imajo, in lahko se zgodi, da bodo zaradi neomejenega mogočega dobička poskušali uvesti skrajno tvegane projekte. Takšen motiv je še

večji, če opcije pomenijo glavnino prihodkov menedžerja, in morda nekoliko manjši, če je nagrada iz opcij odvisna od preseganja indeksa. Tedaj pomeni naložba v delnice primeren popravek, ki blaži (za delničarje) preveliko prevzemanje tveganja. Umetnost nagrajevanja z opcijami se potemtakem izraža v uravnoteženju priložnosti in tveganja menedžerjev (vrednostno ustrezna mešanica opcij in delnic).

Tabela 5-2 Vrednost opcij za menedžerje

		Pogojno podeljene delnice	Opcije se <i>splača</i>	Opcije <i>at the money</i>	Opcije se <i>ne splača</i>
	Tečaj delnice	30,00	30,00	30,00	30,00
	Izvršilna cena	0	15,00	30,00	60,00
	Vrednost (Black/Scholes)	30,00	22,88	17,60	11,12
Sorazmerna naklonjenost tveganju	Delež premoženja, naložen v podjetje				
1	50%	30,00	22,88	17,60	11,12
1	75%	27,03	17,46	13,43	6,51
1	90%	22,90	13,38	7,88	4,43
2	50%	19,94	12,76	7,80	3,30
2	75%	14,31	7,42	3,57	1,17
2	90%	10,73	4,33	1,62	0,45
3	50%	15,67	8,63	4,28	1,27
3	75%	10,90	4,31	1,36	0,25
3	90%	7,84	2,04	0,39	0,05

Vir: Murphy, 1999, str. 2520.

Pri Lufthansi je pogoj za pridobitev opcij nakup delnic v vrednosti od 20.000-40.000€, odvisno od položaja menedžerja, delnic pa ni mogoče odsvojiti pred koncem opcijskega načrta (3 leta), sicer pravice ugasnejo (Ott, 1998, str 123). V nekaterih nemških podjetjih sega znesek pri članih uprave tudi do 100.000€.

Višje tveganje projektov, katere uvajajo menedžerji zaradi dodatne motivacije nagrajevanja z opcijami, ima za posledico večje nihanje tečaja za delničarje.²⁷ Razumno je domnevati, da se zaradi višjega tveganja projektov zvišata tako sistematično kot tudi nesistematično tveganje podjetja (to se zgodi, če ostane koeficient korelacije donosnosti podjetja in trga vsaj na isti ravni; ni razloga za nasprotno domnevo). Tržno tveganje, kot ga izraža beta podjetja, se zviša, prav tako zahtevana donosnost delničarjev. Podobno tudi upniki navzgor popravijo obrestne mere, oboje pa vpliva na povišanje stroškov kapitala podjetja. Posreden vpliv ima tudi morebiten premik v sestavi kapitala, kjer zaradi povečanja kapitala za financiranje opcij naraste (knjižni) delež lastniškega kapitala. Če temu sledi tudi rast tržne vrednosti kapitala, utež dolga pade in stroški kapitala narastejo. Še bolj izrazit

²⁷ Razprava v poglavju 5.1. ne napoveduje, da bodo menedžerji sprejemali zelo tvegane projekte, zlasti če imajo v lasti veliko delnic in delniških opcij iz preteklih obdobj.

učinek nastane, če podjetje iztržek od izvršitve opcij nameni za odplačilo dolga. Skupna točka tega razmišljanja je, da mora podjetje uresničiti precej višje denarne tokove, s katerimi bo nadomestilo povečano tveganje kakor tudi same stroške nagrajevanja za delničarje (podrobna obravnava teh stroškov je ob koncu tega poglavja). Empirične raziskave pa ne kažejo enotnih sprememb tveganosti vedenja menedžerjev. Menedžment lahko poskuša povečati donosnost in tveganje, dokler cena delnice ne preseže izvršilnih omejitev, potem pa je za tveganju nenaklonjene menedžerje optimalno omejiti tveganje in nihanje tečaja, navkljub zmanjšanim donosom. Tveganje izgube prigospodarjenega dobička je tako namreč manjše. Če pa imajo menedžerji (pre)velik del svojega premoženja in človeškega kapitala vezan v podjetju, je mogoče, da bodo ravnali obrambno že od samega začetka in poskušali tveganost podjetja (nestanovitnost tečaja) zmanjšati na najmanjšo mogočo mero. Zelo verjetno bodo izvajali varovanje pred tveganjem na ravni podjetja (Stulz, 1998, str. 214). Raziskave kažejo, da je nagnjenost k zgodnji izvršitvi pozitivno povezana z nestanovitnostjo tečaja delnice (Casson, 2000, str. 103).

5.4. INDEKSIRANJE IZVRŠILNE CENE

Pregled opcijskih načrtov v ZDA razkriva, da podjetja uporabljajo le malo prvin, ki so na razpolago pri oblikovanju nagrajevanja z opcijami (Tabela 5-3). Velika večina opcij je standardnih (ročnost 10 let, izvršilna cena je enaka trenutnemu tečaju in se ne spreminja, ni dividendne zaščite). Izvršilni cilji ali indeksiranje so bili uporabljeni le v dveh primerih: v prvem je bil postavljen absolutni tečajni cilj skupaj s ciljem preseganja tržnega indeksa, v drugem pa je bilo predvideno podaljšanje ročnosti opcij s pet na deset let, če absolutni tečajni cilj ne bi bil dosežen.

Indeksiranje izvršilne cene temelji na dveh razmislekih: 1) delničarji primerjajo različne možnosti naložb med seboj; njihove zahteve so izpolnjene, če donosnost podjetja doseže vsaj donosnost celotnega trga (ali druge skupine podjetij, ki tvorijo indeks); 2) indeksiranje izloča splošna gibanja cen na trgu, vidni so le še posamični dosežki menedžerjev. Ti zato ne morejo biti neupravičeno nagrajeni kakor tudi ne neupravičeno kaznovani.

Domneva prvega razmisleka je enaka tveganost (beta) podjetja in kapitalskega trga. S tem se posamično tveganje podjetja, kot ga meri strošek kapitala, nadomesti s splošnim tveganjem delnic kot naložbene oblike in zahteve delničarjev pri nagrajevanju niso več v celoti upoštevane. Indeks dejavnosti je primernejši, saj je tveganje bolj primerljivo, tekmovanje s konkurenčnimi podjetji pa omogoča odkrivanje slabosti poslovanja (angl. *benchmarking*). Težava nastane pri podjetjih, ki delujejo v različnih dejavnostih, saj je težko opredeliti primerno skupino podjetij (Rappaport, 1999, str. 94). Uporaba indeksa dejavnosti lahko izboljša pogodbo o nagrajevanju med menedžerjem in podjetjem, ker izloči skupne zunanje vplive, sočasno pa lahko

poslabša pogodbo z vidika dejavnikov, ki jih menedžer lahko nadzira. To je mogoče v dejavnostih, v katerih je optimalna strategija podjetja zmeščanje konkurence na trgu proizvodov. Indeksiranje v bistvu položi negativno utež na dosežke dejavnosti in s tem spodbuja menedžerje k agresivni cenovni politiki, ta pa povratno negativno vpliva na dobiček podjetja (Aggarwal, Samwick, 1998, str. 25-26).

Tabela 5-3 Značilnosti opcijskih načrtov za glavne direktorje v ZDA za 1000 podjetij v letu 1992

Značilnost	Število podjetij
Direktor ni prejel opcij v letu 1992	373
Direktor je prejel opcije v letu 1992	627
A. Vrsta opcij	
Nadomestitvene opcije ¹	5
Reload opcije ²	26
Navadne opcije	618
B. Izvršilna cena (navadne opcije)	
Poštena tržna cena	601
Opcije se <i>splača</i>	21
Opcije se <i>ne splača</i>	6
Izvršilna cena se prevrednoti	2
Indeksirana izvršilna cena	1
C. Ročnost opcij (navadne opcije)	
Manj kot 5 let	14
5 let	36
Med 5 in 10 let	36
10 let	528
Več kot 10 let	23
Odvisno od izvršilnih ciljev	2
D. Zaščita pred izplačilom dividend (navadne opcije)	
Da	7
Ne	611

Opombe: ¹nadomestitvene opcije so opcije, ponovno izdane z nižjo izvršilno ceno

²reload opcije so opcije, izdane kot nadomestilo za prodane delnice iz prejšnjih načrtov

Vir: Murphy, 1999, str. 2519.

Indeksiranje izvršilne cene zmanjša oziroma izloči vpliv splošnih dejavnikov, kot so obrestne mere, devizni tečaji, cene surovin ali ciklična nihanja, na vrednost opcije. Tako prečiščena vrednost opcije je potem odvisna predvsem od posebnih dejavnikov podjetja, ti pa so večinoma pod neposrednim vplivom vrhnjega menedžmenta. Posebno v razmerah splošnih negativnih gibanj na borzi se nadpovprečni dosežki menedžerjev kažejo v razmeroma manjšem padcu vrednosti delnic glede na trg in indeksirane opcije prinesejo menedžmentu nagrado. To je smiselno z vidika temeljnega cilja spremenljivega nagrajevanja, doseči zeleno spremembo vedenja menedžerja. Izplačilo nagrad menedžmentu ob negativnih ali nezadostnih donosih delničarjev je mogoče ugovarjati (glej zgoraj načelo upoštevanja stroškov kapitala), vendar z upoštevanjem tega ugovora sistem nagrajevanja po učinku postane sistem udeležbe pri donosih delničarjev in so kršena osnovna načela nagrajevanja po

vrednosti, kot so bila opredeljena v poglavjih 3.4. in 4.2. Pomembno je, da je dolgoročno nekako izpolnjena tudi zahteva po zahtevani donosnosti delničarjev, saj v razmerah splošno rastočega trga delnic izjemni donosi v celoti pripadejo delničarjem, menedžerji pa so udeleženi le pri delu, ki morda presega splošno gibanje.

Osnovna odlika indeksiranja izvršilne cene opcij v primerjavi z obrestovanjem izvršilne cene s stroški lastniškega kapitala je, da poudarja motivacijsko razsežnost, pogoj za to pa je zelo učinkovit trg kapitala. Hkratno uveljavljanje obeh zahtev je prestrogo in lahko pripelje do demotivacije menedžerjev.

Pri indeksiranju pa so tudi težave: z njim se sicer izločijo zunanji dejavniki, ki imajo enak vpliv na gibanje tečajev delnic vseh podjetij v gospodarstvu ali dejavnosti, ne upošteva pa se dogajanje v podjetju samem. Nastaneta lahko dve neskladji: naključni dogodki v podjetju vplivajo na spremembo tečaja delnice, vendar jih ni mogoče pripisati menedžerjem; po drugi strani pa se nekateri dogodki, ki so nedvomno posledica odločitev menedžmenta, ne zrcalijo na kapitalskem trgu (nepopoln trg kapitala).

Preseganje indeksa torej ni vedno znamenje kakovosti dela menedžerjev, temveč je lahko posledica naključnih dogodkov, ki zadevajo podjetje, a niso pod njihovim nadzorom. Protislovno je tudi, da delo preverjeno dobrih menedžerjev nikakor ne pomeni nadpovprečne donosnosti delnic njihovih podjetij. Kapitalski trg temelji na pričakovanih in ta že danes vključujejo nadpovprečno kakovost vodilnega tima, ki se je izkazal v preteklosti. Izjemni donosi so mogoči le, če ta tim preseže samega sebe. Pri tem sklepu podatek, da ti menedžerji gospodarijo veliko bolje kot tisti v dejavnosti, sploh ni bistven. Zato je smiselna uporaba notranjih meril vrednosti pri oblikovanju izvršilnih omejitev.

5.5. OMEJITEV KRATKOROČNEGA VPLIVANJA MENEDŽERJEV NA BORZNI TEČAJ

Politika dividend ima precejšen vpliv na tečaj delnice. Po izplačilu dividend tečaj navadno pade približno za znesek dividende. Če ne bi bila izplačana, bi bilo gibanje tečaja odvisno od pričakovanih delničarjev glede naložbenih možnosti zadržanega prostega denarnega toka. Menedžerji, nagrajeni z opcijami, imajo motiv čezmernega zadrževanja prostega denarnega toka, saj s tem lahko dodatno potisnejo tečaj delnice navzgor. Če menedžerji prosti denarni tok, sicer prvotno namenjen izplačilu dividend, zadržijo v podjetju in naložijo po stopnji, nižji od stroškov kapitala, cena delnice sicer naraste, a je skupna donosnost delničarjev manjša od stroškov kapitala (denarni tok v vrednosti 100, izplačan delničarjem, je vreden 100; če ga podjetje (ne)donosno reinvestira, je vreden manj kot 100, kljub temu da cena delnice naraste). Nastane **dodana** vrednost za delničarje, kot je bila opredeljena v tretjem poglavju, ne pa tudi **ustvarjena** vrednost za delničarje. Tako ravnanje menedžerjev se v

zaporednih letih (moratorij) sešteje. V ZDA so podjetja po uvedbi opcijskih nagrad opazno zmanjšala izplačilo dividend. Delniške opcije namesto instrumenta za reševanje problemov agenta postanejo same problem agenta (glej obravnavo izplačil prostega denarnega v poglavju 2.2.).

V opcijski načrt je zato pomembno vključiti varovalo, ki zagotavlja nevtralnost dividendne politike za obe strani. Izvršilno ceno je mogoče izračunati tako:

$$X' = X_0 (1 + K_e)^T - \sum_{t=0}^T Div_t (1 + K_e)^{T-t}$$

kjer je X_0 začetna izvršilna cena, X' popravljena izvršilna cena, K_e zahtevana donosnost lastniškega kapitala, Div_t dividende po obdobjih, T pa število let od podelitve opcij. Enačba temelji na zahtevi po upoštevanju stroška kapitala in dejstvu, da k skupni donosnosti delničarjev prispevajo tudi izplačila dividend. Menedžerjem imajo pri maksimiranju vrednosti opcij naslednjo možnost: naložiti prosti denarni tok donosnejše od stroška kapitala – tedaj bo povišanje tekoče cene delnic višje od zmanjšanja izvršilne cene zaradi z zahtevano donosnostjo kapitala obrestovanih dividend. Dividende se v tem primeru ne bodo izplačevale. Obraten sklep velja, če prostega denarnega toka ni mogoče donosnejše naložiti – opcija je vredna več zaradi zmanjšanja izvršilne cene na račun izplačila in obrestovanja dividend. Tako je nevarnost namernega vplivanja na tečaj z dividendno politiko onemogočena, hkrati pa se spodbuja obnašanje, usklajeno s koristmi delničarjev.²⁸ Če velja preseganje indeksa kot dodatna izvršilna omejitev, je treba enak popravek dividend opraviti tudi pri sestavi delnic, ki sestavljajo indeks. V ZDA se dividendna zaščita uporablja izjemno redko (Tabela 5-3), večinoma pa gre za izplačilo nakopičenih dividend z obrestmi vred ob izvršitvi opcij (Murphy, 1999, str. 2496).

Druga bojazen, namerno vplivanje na tečaj delnice, se nanaša na kratkoročno olepševanje poslovnih dosežkov z namenom trenutnega dviga cen delnic. Mogoč je povečan odkup lastnih delnic, ki ga lahko izvršijo tudi povezane osebe. Temu se je mogoče izogniti z upoštevanjem (tehtanega) povprečja tečajev namesto tekočega tečaja pri presojanju doseganja izvršilnih pogojev. Gornja enačba je tedaj le še omejeno uporabna, bolj smiselno je izvršitev vezati na neki indeks, kjer pa je treba povprečje izračunati na enak način.

²⁸ Podoben ali še celo večji učinek ima lahko trajni odkup (umik) lastnih delnic s sredstvi, namenjenimi izplačilu dividend (angl. stock repurchase). Tudi v tem primeru velja »dividende« upoštevati na enak način ali pa omejiti poslovanje menedžmenta z lastnimi delnicami.

5.6. VREDNOST NAGRAJEVANJA Z DELNIŠKIMI OPCIJAMI

Delovnih storitev menedžerjev ni mogoče meriti neposredno, lahko pa se izmeri vrednost nagrad (opcij) ob njihovi podelitvi, ki za podjetje pomenijo (ekonomski) strošek dela. Ocena vrednosti opcij je potrebna tudi za druge namene: merjenje davčne osnove, pripoznanje v bilancah, informiranje delničarjev in zakonsko predpisana razkritja. Podrobna obravnava različnih modelov vrednotenja in njihovih prilagoditev za potrebe nagrajevanja z opcijami večkratno presega okvire tega dela, zato bodo v nadaljevanju kratko opisane tiste prvine opsijskih načrtov, ki jih je potrebno posebej upoštevati v standardnih modelih za vrednotenje opcij. Bralec, ki ga zanima matematična izpeljava, to najde v navedeni literaturi.

5.6.1. Splošni modeli vrednotenja delniških opcij

Domneva nevtralnosti tveganja je podlaga vseh modelov vrednotenja (model Blacka in Scholesa (Black, Scholes 1973, str. 637-654), binomski modeli, arbitražni modeli, končne diferenčne enačbe, Monte Carlo simulacije). Ker delničarji lahko tvorijo netvegano premoženje, sestavljeno iz opcij in delnic, vse naložbe rastejo po netvegani obrestni meri. Pričakovana vrednost opcije ob izvršitvi se opira na širjenje vrednosti osnovne delnice, ki pri modelu Blacka in Scholesa temelji na domnevani log-normalni porazdelitvi, pri binomski pa je podana z drevesom vrednosti. Vrednost opcije je preprosto z netvegano obrestno mero diskontirana pričakovana vrednost opcije ob izvršitvi.

Model Blacka in Scholesa se naslanja na zvezno gibanje cene delnice skozi čas:

$$dS = \mu S dt + \sigma S dz$$

pri čemer je prirast tečaja delnice dS odvisen od naključnega člena dz , vsak infinitezimalni prirast v času dt pa je neodvisen od drugih. Sčasoma se uresničene vrednosti dz normalno porazdelijo, s pričakovano vrednostjo 0 in varianco T . Infinitezimalna pričakovana vrednost in varianca sta sorazmerni s ceno delnice S , tako da μ ustreza zvezno obrestovani donosnosti, σ pa varianci (vhodna parametra – povprečna donosnost v obdobju in nestanovitnost). Zaradi omenjene lastnosti dz je donosnost normalno porazdeljena, cena delnice pa log-normalno, kar pomeni nenegativnost cene in večjo povprečno spremembo cene pri višjih cenovnih ravneh (Figlewski, 1990, str. 92). Prva enačba, ki sledi, je formula za izračun vrednosti opcije na delnico, pri kateri se dividende izplačujejo v nespremenljivih zneskih, druga pa predvideva nespremenljivo dividendno donosnost:

$$C = S^* N(D^*) - X e^{-rT} N(D^* - \sigma \sqrt{T}), \quad D^* = \frac{\ln(S^*/X) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma \sqrt{T}}, \quad S^* = S - PV(\text{dividende})$$

$$C = S e^{-qT} N(D_q) - X e^{-rT} N(D_q - \sigma \sqrt{T}), \quad D_q = \frac{\ln(S/X) + (r - q + \sigma^2/2) \sqrt{T}}{\sigma \sqrt{T}}$$

kjer so

S	cena delnice
X	izvršilna cena
T	čas v letih do dospelja
r	netvegana obrestna mera
σ	nestanovitnost tečaja delnice
$N(.)$	zbirna verjetnost pri normalni porazdelitvi
q	delež izplačila dividende od trenutnega tečaja

Poleg vrednosti opcije je dopolnilni izid formule Blacka in Scholesa tudi delta, ki kaže na odzivnost cene opcije na spremembo cene delnice: $\delta = N(D)$ (v drugi enačbi je ta vrednost diskontirana z dividendno donosnostjo).

Model Blacka in Scholesa je primeren za hitro in pregledno vrednotenje opcij za menedžerje, vendar pa ne upošteva povsem raznolikosti vseh prvin opsijskih načrtov. Binomski model (Cox, Ross, Rubinstein 1979) lahko upošteva vse posebnosti, vendar pa zahteva uporabo numeričnih metod, sicer obvladljivih z zmogljivim računalnikom, a za ceno nizke preglednosti. V naslednjem podpoglavju ga bom uporabil za primerjavo vrednotenja navadnih opcij in opcij za nagrajevanje menedžerjev.

5.6.2. Upoštevanje večplastnosti opsijskih načrtov za menedžerje

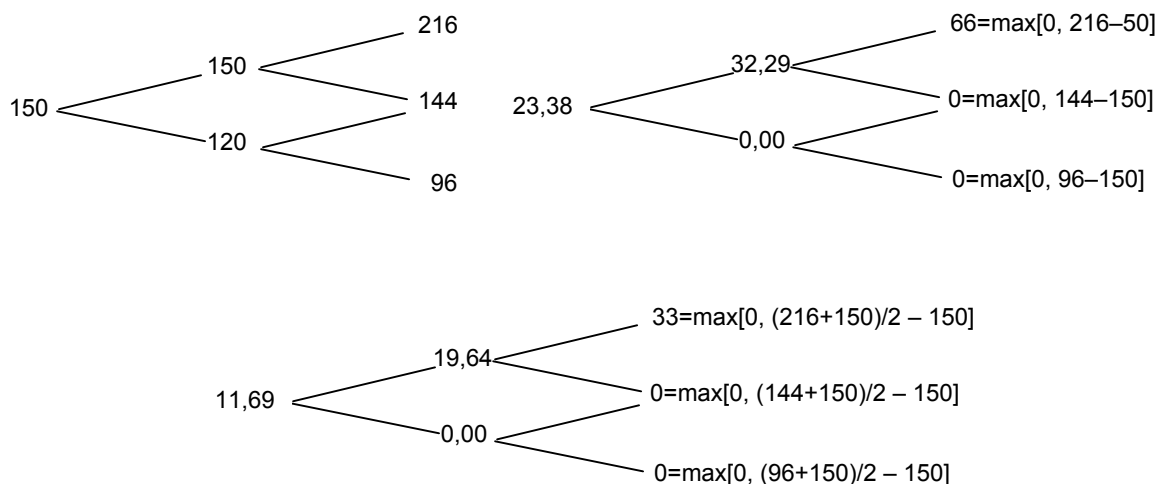
Vrednotenje opcij za nagrajevanje menedžerjev je bistveno bolj zapleteno od vrednotenja navadnih tržnih opcij. Najprej gre za drugačen instrument: opcije izda podjetje in pri tem nastane razvodenitev pravic obstoječih delničarjev do prostega denarnega toka in premoženja podjetja.

Razlika v instrumentu. Nakupni boni, ki jih izda podjetje (angl. *warrants*), se razlikujejo od ostalih opcij, s katerimi se trguje na kapitalskem trgu (angl. *call options*), zaradi pravkar omenjenga dejstva. Raziskai bom razliko v vrednosti med navadno opcijo na delnice (brez izdanih opcij v sestavi kapitala) in opcijo, izdano za namene nagrajevanja. Domnevam, da se izkupiček od prodaje opcij (bonov) (pri nagrajevanju z opcijami je to sicer redko) izplača delničarjem kot dodatna dividenda ter je tako politika naložb v obeh primerih enaka. Vrednost podjetja brez dolgov je enaka $V_T = nS_T$, kjer je n število obstoječih delnic, S pa cena delnice. Denarna tokova obeh instrumentov sta povezana tako (Figlewski, 1990, str. 401):

$$\begin{aligned}
W_T &= \max[(nS_T + mX) / (n+m) - X, 0] \\
&= \max[[n(S_T - X) / (n+m), 0] \\
&= \max[S_T - X, 0] (1-df) \\
&= C_T(1-df)
\end{aligned}$$

kjer je m število delnic, izdanih ob izvršitvi opcij (bonov), X izvršilna cena, $df = m / (n+m)$ količnik razvodenitve, W_T vrednost opcije za nagrajevanje, C_T pa vrednost navadne opcije. Od tod je mogoče sklepati, da oba instrumenta pridobivata vrednost istočasno, ko cena delnice podjetja brez opcij (bonov) preseže izvršilno ceno, vendar pa imajo opcije za nagrajevanje za količnik razvodenitve manjše izplačilo. To pomeni, da se morata sedanji ceni obeh instrumentov razlikovati za isti količnik. Pomemben razložek je tudi pri optimalni politiki izvršitve – ameriške navadne opcije se splača izvršiti vse naenkrat (če je to smiselno), medtem ko je za menedžerja lahko optimalna politika postopnega izvrševanja, pri čemer pa ga omejujejo poteze drugih menedžerjev (Figlewski, 1990, str. 402).

Slika 5-5 Vrednotenje navadnih opcij in opcij za nagrajevanje



Vir: Figlewski, 1990, str. 370, 402-404.

Slika 5-5 prikazuje računski primer (binomski model) podjetja z eno samo delnico in eno opcijo (bonom). Zgoraj levo je prikazano drevo vrednosti cen delnice v dveh obdobjih (prirast ali padec 20%). Desno zgoraj je vrednotenje navadne opcije brez razvodenitve, spodaj pa z upoštevanjem dodatno izdane delnice. Druga vrednost je natanko za količnik razvodenitve (ena polovica) manjša od vrednosti navadne opcije.

Takega vrednotenja ne bi bilo mogoče izpeljati s pomočjo formule Blacka in Sholesa, ker sprememba vrednosti delnice ni stalna v vseh obdobjih (v drugem koraku se npr. s 180 zviša na 183, tj. 1,64% premik, drugače pa za 20%), to pa je osnovna domneva modela.

Če podjetje prejete premije naloži, se obenem poveča vrednost podjetja ($V=150+W$). Vrednost nakupnega bona in stohastični proces, v katerem se dožene vrednost podjetja, morata biti rešena hkrati (s poskušanjem). Bralec se lahko prepriča, da bi vrednost nakupnega bona v tem primeru znašala 19,26. ■

Dodatne zaplete pomenijo posebne prvine opcijskih načrtov, ki jih običajne opcije ne vsebujejo:

Dolgoročnost. Model Blacka in Scholesa predvideva nespremenljivo dividendno donosnost, nestanovitnost tečaja delnice ter netvegano obrestno mero, kar morda velja eno leto, pri desetletni ročnosti pa ni več uresničljivo.

Obdobje neizvršljivosti pomeni nižje stroške za delničarje, saj omejuje menedžerje pri izvršitvi, vendar pa ima lahko tudi nasproten učinek – s prisilnim podaljsevanjem trajanja opcije se tem poveča vrednost (glej spodaj možnosti predčasne izvršitve). Če menedžer zapusti podjetje pred koncem moratorija, opcije ugasnejo, če pa to stori po njem, mora opcije izvršiti predčasno (če se splača). Vsekakor je vrednost opcije manjša, če obstaja verjetnost predčasnega odhoda menedžerja, zato je treba to verjetnost upoštevati v vsaki točki do dospelja. Največja težava sicer statistično določljive porazdelitve verjetnosti odhoda menedžerja iz podjetja je njena (verjetna) koreliranost z gibanjem tečaja delnice, vrednostjo opcije in preostalim časom do dospelja. Neupoštevanje te povezave lahko pripelje do precejšnje podcenitve opcij.

Možnost predčasne izvršitve ima lahko večsmeren vpliv – tveganju nenaklonjeni menedžerji izvršijo opcije predčasno, še posebej če so pravkar presegli izvršilne cilje. Mogoča pa je tudi predčasna izvršitev zaradi potrebe po likvidnosti, saj zaradi neprenosljivosti opcije ni mogoče odprodati. Za zunanje delničarje lahko sicer predčasna izvršljivost v določenih okoliščinah (npr. kmalu pred dospeljem, če se pričakuje večje izplačilo dividend) pomeni tudi prednost, ki povečuje vrednost opcije.

Vpliv menedžerjev na ceno delnice sem obravnaval v okviru opisa zakonitosti delovanja opcij in tveganja (vstopanje v bolj tvegane projekte ali varčnost pri stroških). Študiji DeFusca et al. (DeFusco, Johnson, Zorn, 1990, str. 617-628) ter Agrawala in Mandelkerja (Agrawal, Mandelker, 1987, str. 823-837) sta potrdili hipotezo o višji nestanovitnosti tečaja po prvi podelitvi opcij. Prva je potrdila višje nihanje cen delnic po uvedbi nagrajevanja z opcijami ter zvišanje cen delnic na račun cen obveznic. Druga je na vzorcu podjetij, ki so prevzela drugo podjetje ali odprodala del dejavnosti, ugotovila, da je pri podjetjih, v katerih je nastala višja nestanovitnosti tečaja ali višji finančni vzvod, menedžment imel v rokah večje število delnic in opcij.

Prepoved oblikovanja zaščitnega premoženja pomeni manjšo vrednost za menedžerje (glej poglavje 5.3.). Po eni strani se skrajša življenje opcije, kajti zaradi

prepovedi kratke pozicije v delnicah se menedžerji ne morejo zaščititi in pomeni izvršitev opcije edino možnost diverzifikacije²⁹. Po drugi strani pa pri vrednotenju uporabljajo diskontno stopnjo, ki upošteva tako njihovo sistematično kot tudi nesistematično tveganje (odvisno je od deleža premoženja, vezanega v podjetju, in velikosti svojevrstnega človeškega kapitala, ki ga menedžer ne more uporabiti v drugih podjetjih), obe sestavini pa zrcalita tudi posamično naklonjenost tveganju. Diskontna stopnja je tako precej višja od netvegane (posredno je bila upoštevana pri oceni premije za tveganje v Tabeli 5-2). Neprenosljivost opcij pa menedžerjem preprečuje, da bi opcijo prodali nekemu, ki bi namesto njih lahko oblikoval netvegano premoženje. Carpenter, Kulatilaka in Marcus so s pomočjo preprostih binomskih modelov simulirali obnašanje imetnikov opcij (Carpenter, 1998, in Marcus, Kulatilaka, 1994). V vsakem vozlišču drevesa ima imetnik na razpolago izbiro – zadržati opcijo in čakati na negotov izid ali pa jo izvršiti, prodati delnice in izkupiček naložiti v netvegane naložbe. Izkaže se, da se izvršitev zgodi prej, če je nenaklonjenost tveganju večja, če ima menedžer manjši delež premoženja v drugih oblikah in če je nestanovitnost temeljnih delnic večja.

Največja težava pri upoštevanju sestave tveganja v modelu vrednotenja je, da je ni mogoče opazovati in meriti empirično. To velja v splošnem tudi za večino obravnavanih prvin opsijskih načrtov. Rubinstein je zasnoval model, ki upošteva vse bistvene razlike med običajnimi opcijami in tistimi za nagrajevanje, upošteva pa kar 16 spremenljivk: tečaj ob izvršitvi, nestanovitnost, pričakovano donosnost delnice, stopnjo izplačila dividend, obrestno mera, izvršilno ceno, rok do dospelja, rok do konca moratorija, pričakovano stopnjo propada opcij, najmanjši in največji mogoči večkratnik stopnje propada, ostalo premoženje menedžerja, preračunano na opcijo, sorazmerno nenaklonjenost tveganju, osebno davčno stopnjo, količnik razvodenitve in število korakov v binomskem drevesu. Večino teh prvin je treba oceniti, občutljivost modela na ocenjene vrednosti pa je mogoče ponazoriti tako: podjetje, ki želi izkazati previsoko vrednost opcij, lahko izračuna tudi dvakrat višjo vrednost od podjetja, ki uresničuje nasproten cilj (Rubinstein, 1994, str. 17-19). Avtor zato predlaga Odboru za računovodske standarde (FASB), da namesto določanja navodil za vrednotenje opcij ob podelitvi raje izdelava pravila za računovodenje ob izvršitvi. S tem bo zagotovljena primerljivost med podjetji in odpravljene bodo vse vmesne napake pri izbiri modela, oceni različnih vrednosti ter uporabi formul in postopkov vrednotenja (ibid., str 23).

²⁹ *Menedžerji lahko prodajo del obstoječih delnic v njihovi lasti, na razpolago pa jim je tudi več inovativnih izpeljanih instrumentov, s katerimi lahko uresničijo denarno vrednost nagrad, ne da bi prodali delnice v pravnem smislu (Ofek, Yermack 1997, str. 10). Taka instrumenta sta ovratnica brez stroškov, kjer menedžer kupi put opcijo in proda call opcijo, in equity-swap, pri katerem se izmenjajo donosi delnic podjetja z donosi drugega vrednostnega papirja, lahko netvegane. V obeh primerih je nasprotna stranka v poslu poslovna ali investicijska banka (Perry, Zenner, 2000, str. 20).*

5.7. ODZIV DELNIŠKIH TRGOV NA NAGRAJEVANJE Z DELNIŠKIMI OPCIJAMI

Finančne posledice nagrajevanja z opcijami je mogoče meriti v dveh časovnih točkah:

1. Izvršitev opcij. Razvodenitev delnic kratkoročno negativno vpliva na premoženje delničarjev (glej konec tega poglavja), vendar je treba te stroške primerjati z motivacijskim učinkom opcij in posledično višjo donosnostjo za delničarje.
2. Podelitev opcij. Stroški delničarjev so enaki tržni vrednosti opcij. Delničarji bi s prodajo opcij tretjim osebam lahko iztržili premijo (popravljenost za motivacijske učinke). Če cena delnice v tem trenutku naraste, kapitalni trg višje vrednoti pričakovano rast tečaja kot pa stroške za delničarje ob izvršitvi (razvodenitev). Porast cene tedaj ustreza pričakovanemu motivacijskemu učinku opcij.

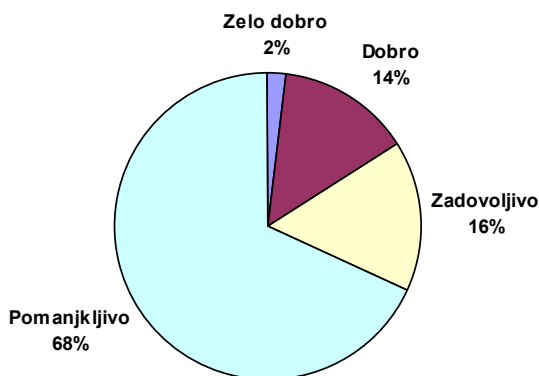
Raziskave v ZDA kažejo, da je odziv kapitalnega trga na uvedbo opcijskih načrtov ugoden. Vendar pa je Yermack leta 1997 pokazal, da je sklepanje o primernosti nekega opcijskega načrta na tej podlagi preuranjeno: menedžerji imajo precejšen vpliv na lastno nagrajevanje (pogosto so člani nagrajevalnega odbora), zato se odločajo za nagrajevanje z opcijami tedaj, ko poznajo informacije ali prihodnje dogodke, ki bodo zvišali ceno delnice. Kasnejša rast je posledica uresničenja teh napovedi, ne pa motivacijskega učinka opcijskih načrtov. Delniške opcije se iz instrumenta za reševanje problemov agenta spremenijo v nov problem agenta. V prid takšni tezi je dejstvo, da delničarji (in kapitalni) trg zvedo o uvedbi opcijskih načrtov šele na naslednji skupščini. Yermack je pokazal, da je rast opcij (*at the money*) samo za glavne direktorje (CEO) v 50 dneh od njihove uvedbe povprečno 48.900\$ (Yermack, 1997, str. 449-452). Tako ni mogoče splošno predvideti ugodne reakcije kapitalnega trga na uvedbo opcijskega nagrajevanja.

Poleg Yermackove študije je bilo v ZDA izpeljanih še nekaj raziskav, ki so merile vpliv uvedbe opcijskih načrtov na ceno delnic, vse pa so odkrile pozitiven odziv kapitalnega trga: Brickley et al. (Brickley, Bhagat, Lease, 1985, str. 115) +2,4%, že omenjena DeFusco et al. +4,0% (DeFusco, Johnson, Zorn, 1990, str. 617), Yermack +2,3% (Yermack, 1997, str. 449) ter Aboody in Kasznik +1,7% (Aboody, Kasznik, 2000, str. 73). V vseh raziskavah je bil uporabljen podoben postopek – preučevanje tečajev delnic v 30-50 dneh po uvedbi opcijskih načrtov. Ob tem je mogoče ugotoviti dve stvari: pomen, ki ga kapitalni trgi pripisujejo motivacijskemu učinku opcijskega nagrajevanja, je razmeroma majhen; povprečne vrednosti zamegljujejo dejstvo, da kapitalni trg različno vrednoti posamezne načrte. Obstajajo podjetja, ki se pri tem odlikujejo, pa tudi taka, katerih delnice so se precej pocenile (med 34 in 43%). To kaže na pomembnost prvin podeljevanja opcij. Nasprotno sta Aboody in Kasznik v skladu z Yermackom sklepala, da je povišanje tečaja predvsem posledica

preračunane objave informacij: menedžerji sporočajo negativne novice tik pred podelitvijo opcij, pozitivne pa kmalu po njej (ibid., str. 74).³⁰

Winter je raziskal doslednost opcijskih načrtov nemških podjetij, pri čemer je združil različne prvine v enoten kakovostni indeks. Ta je upošteval indeksiranje, delne ovire, davčno priznanost in upoštevanje povprečnih tečajev pri izpolnjevanju izvršilnih omejitev (Winter, 1999, str. 65-70). Izid prikazuje Slika 5-6:

Slika 5-6 Kakovost nemških opcijskih načrtov



Vir: Winter, 1999, str. 71.

Odziv kapitalskega trga je odvisen od razmerja med resničnimi stroški nagrajevanja z opcijami in pričakovanimi koristmi delničarjev. Gospodarnost nagrajevanja je večinoma mogoče določiti šele *ex post*, pri čemer se stroški uresničijo le tedaj, ko tudi delničarji pridobijo dodatno korist. S tega vidika so stroški opcij vedno primerjalna vrednost, ki se lahko presoja le v razmerju do prirasta premoženja delničarjev (Bassen 2000, str. 289). Pri stroških nagrajevanja so v središču pozornosti trije vidiki opcijskih načrtov: vpliv na izkaz uspeha ter denarni tok podjetja, davčne posledice in razvodenitev delnic. Vpliv na dobiček podjetja je (glej naslednje podpoglavje) določen z izbiro pravne oblike opcijskega načrta. Pri navideznih opcijah je predvideno izplačilo iz sredstev podjetja, kar se knjiži kot strošek dela. Enako velja za financiranje delniških opcij z odkupom lastnih delnic v državah, katerih računovodski standardi dopuščajo obračun transakcij z lastnimi delnicami med prihodki in odhodki. V Sloveniji so take transakcije dobičkovno neobčutljive in se poračunavajo neposredno z drugimi sestavinami lastniškega kapitala, ostaja pa negativni vpliv na denarni tok podjetja. Financiranje z izdajo novih delnic (pogojno povečanje kapitala ali odobreni kapital) vedno povzroča razvodenitev premoženja starih delničarjev, nima pa učinka na stroške dela. Kljub sprejetemu dejstvu, da so opcijski načrti namenjeni pritegnitvi in nagrajevanju nadarjenih menedžerjev in torej nesporno pomenijo stroške dela, je poskus ameriškega Odbora za računovodske

³⁰ Splošna težava takih študij dogodkov je, kako opredeliti datum uvedbe nagrajevanja z opcijami: Murphy navaja vsaj šest veljavnih datumov (Murphy 1998, str. 2511).

standarde (FASB) v devetdesetih letih, vključiti stroške opcijskega nagrajevanja med stroške dela, naletel na močan odpor ameriških delniških družb in tako obstal na polovici poti (razkritje teh stroškov v opombah). Po nekaterih ocenah znaša neprikazani delež teh stroškov 30-36% dobička (Löwe, Sieber, 2000, str. 58), delež razvodenitve pa ne več kot 2% lastniškega kapitala (ibid.). Nedavne skrajnosti nekaterih ameriških družb pri nagrajevanju menedžerjev in ponarejanju dejanskega stanja bodo, kot kaže, vendarle prispevale k uveljavljanju izvirnega namena FASB. Opcije so nekatere ameriške direktorje namreč spodbudile k ravnanju, ki je podjetja potisnilo v stečaj, ne pa jih naredilo učinkovitejša, z izmišljanjem navideznih prihodkov, lažnih dobičkov, nepreglednostjo dolgov in insiderskim trgovanjem (Samuelson, 2002).

Celotna razprava postavlja vprašanje učinkovitosti kapitalskega trga. Če ti pri vrednotenju podjetja zmorejo upoštevati ustrezne popravke prikazanih dobičkov, je vprašanje vključenosti stroškov opcij v stroških dela manj pomembno. Naj spomnim na dognanja poglavja 3.3., kjer sem ugotovil, da dobiček dobro napoveduje prihodnji prosti denarni tok in ga delničarji tako tudi uporabljajo. Potemtakem je uvrstitev stroškov opcij za delničarje med stroške dela nepogrešljiva. Vprašanje je namreč, v kolikšni meri so delničarji in analitiki na slabo razvitem trgu kapitala, kot je gotovo tudi slovenski, zmožni upoštevati prihodnjo razvodenitev delnic. Tako se lahko zgodi, da delničarji doživijo nepričakovan udarec padca vrednosti delnic zaradi njihove razvodenitve ob izvršitvi večjega števila opcij, ne da bi to bilo vidno v prikazanem dobičku tekočega in prejšnjih let, ki so jih delničarji kot morda odločilne uporabili pri svojih naložbenih odločitvah. Padec vrednosti je višji, če je podjetje zaradi podelitve delniških opcij zmanjšalo nespremenljiva plačila menedžerjev in s tem povečalo prosti denarni tok zaradi (navidezno) manjših stroškov dela. Optimalno bi torej bilo redno letno nagrajevanje z opcijami, kjer bi se celotna vrednost opcij (sedanja vrednost razvodenitve oziroma izplačila) vključila v dobiček tekočega poslovnega leta brez delnih porazdelitev v naslednja obdobja. Dobiček bi bil obremenjen s pričakovanimi vrednostmi nagrad iz delniških opcij istega leta ter morebitnimi popravki vrednosti nagrad prejšnjih obdobj in bi tako v vsakem trenutku zrcalil resnično moč ustvarjanja denarnega toka.

V ZDA je pomanjkljiva računovodska obravnava opcijskih načrtov glavni razlog za njihovo široko uveljavljanje. Zaradi premije za tveganje menedžerjev je nagrajevanje z opcijami precej dražje od nagrajevanja v obliki plač, vendar pa so opcije z računovodskega vidika »zastonj«, zato jih podjetja izkoriščajo preko meja, ki bi jih bilo mogoče zagovarjati z vidika motivacijskih učinkov (Murphy, 1999, str. 2504). Dokaz za to je tudi v Tabeli 5-3, ki kaže na popolno prezrtost bolj zapletenih opcijskih načrtov, katerih prvine so smiselne z vidika motivacije ali stroškov za delničarje. Upoštevanje prevrednotenja ali indeksacije izvršilne cene oziroma drugih izvršilnih omejitev pripelje v ZDA namreč do neizogibnega priznavanja dejanskih stroškov

dela. Zakaj se menedžerji osredinjajo predvsem na računovodske izkaze, manj pa na vrednost za delničarje, bi zahtevalo posebno obravnavo.

Financiranje z odkupom lastnih delnic lahko v izkaz uspeha vnese dodaten nered, saj so stroški dela odvisni od trenutka nakupa lastnih delnic in njihovih nabavnih cen (mogoče je celo uresničiti kapitalski dobiček, če so opcije indeksirane). Zmanjšanje tveganja za podjetje spremljajo stroški financiranja teh delnic ter tveganje izgube vrednosti lastnih delnic. Prikazani strošek dela in dejanska razvodenitev delnic sta omejena na razliko med izvirno ceno lastnih delnic in izvršilno ceno opcij. Dobiček ne upošteva resničnih stroškov dela. V Sloveniji ima ta oblika zaradi popolnega neupoštevanja stroškov dela (neposredno poračunavanje s kapitalskimi rezervami) enake učinke kot financiranje s pogojnim povečanjem kapitala.

Učinkovitost nagrajevanja z opcijami pri ustvarjanju vrednosti za delničarje je torej odločilno odvisna od pravne oblike opcijskega načrta in kakovosti njegovih prvin, zato bom v nadaljevanju podal formalni vzorec vrednotenja podjetja glede na pravno obliko opcijskega načrta.

EKSKURZ: VPLIV NAGRAJEVANJA Z DELNIŠKIMI OPCIJAMI NA PREMOŽENJE DELNIČARJEV IN VREDNOTENJE PODJETJA

Pokazal sem, da je način predstavitve učinkov opcijskega načrta v izkazih podjetja precej neenoten, močno je namreč odvisen od izbora pravne oblike opcijskega načrta in njegovega financiranja. V razpravi o odzivu kapitalskega trga sem izrazil dvom, ali so delničarji zaradi zapletenosti opcijskih načrtov sploh zmožni pravilno ovrednotiti kakovost in mogoče učinke na njihovo premoženje. Na tem mestu se je treba zato posvetiti vrednotenju opcijskih načrtov z vidika delničarjev. Samo postopek na podlagi denarnih tokov delničarjem daje celovito informacijo in omogoča primerljivost različnih načrtov, o katerih glasujejo na skupščinah oziroma katerih (ne)obstoje jih vodi pri naložbenih odločitvah.

Postopek diskontiranja prostih denarnih tokov delničarjem (angl. *flow-to-equity*) je treba nekoliko dopolniti. Podmena običajnih postopkov vrednotenja, po kateri spremembo vrednosti podjetja spremlja sprememba vrednosti delnice v isti višini, po uvedbi nagrajevanja z opcijami večinoma ne velja več. Poleg vpliva na denarni tok se pogosto spremenita lastniška sestava, predvsem pa obseg lastniških pravic (število deležev).

Tabela 5-4 prikazuje denarne tokove pri nagrajevanju z opcijami. Njena zadnja vrsta kaže med seboj poračunane prilive in odlive, se pravi čisti denarni tok. To omogoča nekaj pomembnih ugotovitev: navidezne opcije s sočasnim nakupom opcij so po denarni plati enakovredne pravim opcijam z nakupom opcij, navidezne opcije brez

zaščite pred tveganjem pa pravim opcijam z izdajo lastnih delnic (z njihovim istočasnim nakupom). Odslej bom torej obravnaval samo še oblike pravih delniških opcij.

Tabela 5-4 Primerjava denarnih tokov opsijskih instrumentov

	Delniške opcije			Navidezne opcije	
	Nakup opcij	Povečanje kapitala	Izdaja lastnih delnic	Nakup opcij	Nezavarovane
Prilivi	Izvršilna cena ali nič, če ni izvršitve	Izvršilna cena ali nič, če ni izvršitve	Izvršilna cena ali tečaj na dan prodaje lastnih delnic, če ni izvršitve in se lastne delnice prodajo	razlika med tržno in izvršilno ceno, ki jo plača banka ali nič, če ni izvršitve	nič
Odlivi	premija in izvršilna cena, plačana banki, ali premija, če ni izvršitve	nič	tržni tečaj na dan pridobitve lastnih delnic	premija, plačana banki, in razlika med tržno in izvršilno ceno menedžerjem ali nič, če ni izvršitve	razlika med tržno in izvršilno ceno menedžerjem ali nič, če ni izvršitve
Prebitek denarnih tokov	premija	izvršilna cena ali nič, če ni izvršitve	tečaj na dan nakupa lastnih delnic manj izvršilna cena ali tečaj na dan prodaje manj tečaj na dan pridobitve lastnih delnic, če ni izvršitve	premija	razlika med tržno in izvršilno ceno ali nič, če ni izvršitve

Vir: Hayn, Ostheim, Sulzbach, 2000, str 244.

Domneve in poenostavitve, ki jih bom upošteval pri vrednotenju, so naslednje: izračun pred davki; donosnost lastniškega kapitala 10%; obstoj naložbenih možnosti z donosnostjo 10%, v katere je mogoče po potrebi naložiti dodatni prosti denarni tok ali pa jih delno prodati, če je potreben odliv denarja; prosti denarni tok pred upoštevanjem tokov iz nagrajevanja, a upošteva motivacijske učinke nagrajevanja, kakor tudi prihranek nespremenljivih plačil, je nespremenljiv in znaša 150.000; menedžerji prejmejo 800 opcij za 800 delnic z izvršilno ceno 50; izvršilni cilj je preseganje tečaja v višini 150 v letu tri; skupaj izdanih delnic je 8.000 (Hayn, Ostheim, Sulzbach, 2000, str 247). Sledil bom osnovni zasnovi omenjenih avtorjev, pri čemer bom analizo razširil in poglobil.

Vrednotenje delniških opcij, financiranih s povečanjem kapitala. Število delnic se spreminja, saj se od določenega trenutka dalje pravice do prostega denarnega toka porazdelijo med stare in nove delničarje, zato je treba vrednost stare delnice izračunati posebej z diskontiranjem pripadajočih deležev prostega denarnega toka, ne pa kot sorazmerni delež celotne vrednosti podjetja. Načrt denarnih tokov je naslednji:

	1	2	3	4	5+
PDT pred izvršitvijo	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000
Investiranje/Dokapitalizacija			-40.000		
Povečanje donosov				4.000	4.000
PDT po izvršitvi	150.000	150.000	110.000	154.000	154.000

V tem primeru se pojavijo dodatne delnice, ki jim od leta štiri dalje pripade delež denarnega toka v razmerju 800 proti 8.800:

	0	1	2	3	4	5+
Število delnic stari delničarji		8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
Število delnic novi delničarji					800	800
PDT starim delničarjem		150.000	150.000	150.000	140.000	140.000
PDT novim delničarjem				-40.000	14.000	14.000
PDT na staro delnico		18,75	18,75	18,75	17,50	17,50
Notranja vrednost stare delnice	178,11	177,17	176,14	175,00	175,00	175,00

Sklepiti je mogoče, da bo prišlo do izvršitve, saj je $175 > 150$. Vrednost celotnega podjetja je 1.500.000 (vmesna naložba ima neto sedanjo vrednost 0). Sestavljena je iz niza dveh prostih denarnih tokov, ki se lahko vrednotita posebej: vrednost podjetja, ki pripade starim delničarjem, znaša 1.424.869, preostanek 75.131 pa novim. Od tod se neposredno izračuna vrednost ene opcije 93,91.

Vrednotenje delniških opcij z nakupom opcij. Tukaj velja domneva, da je podjetje že uvedlo opsijski načrt in zaščitne opcije kupi v prvem letu po obrestovani ceni, ki sem jo izračunal v prejšnjem primeru (93,91). Načrt denarnih tokov je takšen:

	1	2	3	4	5+
PDT pred izvršitvijo	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000
Premija	-82.644				
Dezinvestiranje	82.644				
Zmanjšanje donosov		-8.264	-8.264	-8.264	-8.264
PDT po izvršitvi	150.000	141.736	141.736	141.736	141.736

Lastniška sestava se sicer spremeni, toda skupno število delnic ostane isto. Od izvršitve (leto tri) dalje se torej denarni tok porazdeli med delničarje v razmerju 800 proti 7.200:

	0	1	2	3	4	5+
Število delnic stari delničarji		8.000	8.000	8.000	7.200	7.200
Število delnic novi delničarji					800	800
PDT starim delničarjem		150.000	141.736	141.736	127.562	127.562
PDT novim delničarjem					14.174	14.174
PDT na delnico		18,75	17,72	17,72	17,72	17,72
Notranja vrednost delnice	178,11	177,17	177,17	177,17	177,17	177,17

Izvršilni cilj je izpolnjen, saj znaša notranja vrednost v letu tri 177,2 in je mogoče pričakovati izvršitev opcij (domnevam, da bo vrednotenje na kapitalskem trgu podobno tukaj izračunani notranji vrednosti delnice in tečaj vsaj enkrat v izvršilnem obdobju preseže izvršilni cilj 150). Vrednost celotnega podjetja se izračuna z diskontiranjem celotnih prostih denarnih tokov po izvršitvi in znaša 1.424.869, zaradi upoštevanja v prejšnjem primeru izračunane vrednosti opcije seveda povsem enak izid.

Vrednotenje delniških opcij, financiranih z odkupom in izdajo lastnih delnic.

Tukaj je treba ločiti dva primera: 1) podjetje odkupi lastnih delnic pred izdajo lastnih delnic, ter 2) podjetje odkupi lastne delnice sočasno z njihovo izdajo. Tabela 5-5 podaja vrednosti za prvi primer. Denarni tokovi pritekajo trem vrstam delničarjev: tistim, ki ostajajo udeleženi v podjetju ves čas, tistim, ki po enem letu izstopijo, ter upravičencem iz opcij - menedžerjem. Odkup lastnih delnic je (po zakonu) treba izvršiti po tržni ceni. V tržni (notranji) ceni delnice v času $t=1$, ko se izvrši odkup, je upoštevana razvodenitev, ki se obeta ob izvršitvi opcij (notranja vrednost vseskozi presega izvršilni cilj), vendar pa odkup delnic povratno vpliva na odkupno ceno, ki jo je zato treba izračunati s ponavljanjem. Bralec se lahko prepriča, da bi brez odkupa znašala ta cena 117,17, ravnotežna cena (nevtralna do obeh skupin delničarjev) pa 117,19. V primerjavi s prejšnjima primeroma (povečanje kapitala in nakup opcij) se malenkostno zniža tudi vrednost za nove delničarje, kar je posledica pričakovanega padca tečaja ter zgodnjega odkupa po višji ceni, ki pa ne bremeni obstoječih oziroma izstopajočih delničarjev.

Tabela 5-5 Vrednotenje opcij z nakupom in izdajo lastnih delnic

	0	1	2	3	4	5+
PDT pred izvršitvijo		150.000	150.000	150.000	150.000	150.000
Povečani donosi (investiranje)			0	0	4.000	4.000
Zmanjšani donosi (dezinvestiranje)			-14.175	-14.175	-14.175	-14.175
Popravljeni PDT		150.000	135.825	135.825	139.825	139.825
Neposredna vplačila delničarjev (investicije)				-40.000		
Neposredna plačila delničarjem (dezinvest.)		141.750				
PDT skupaj		291.750	135.825	95.825	139.825	139.825
Vrednost celotnega podjetja	1.500.000	1.358.250	1.358.250	1.398.250	1.398.250	1.398.250
Vrednost delnice	187,50					
PDT obstoječim delničarjem		135.000	135.825	135.825	125.843	125.843
PDT izstopajočim delničarjem		156.750				
PDT novim delničarjem				-40.000	13.983	13.983
PDT skupaj		291.750	135.825	95.825	139.825	139.825
Vrednost za stalne delničarje	1.282.500	1.275.750	1.267.500	1.258.425	1.258.425	1.258.425
Notranja vrednost stalnih delnic	178,13	177,19	176,04	174,78	174,78	174,78
Vrednost za izstopajoče delničarje	142.500	156.750				
Notranja vrednost izstopajočih delnic	178,13	177,19				
Vrednost za nove delničarje	75.000					
Število stalnih delnic	7.200	7.200	7.200	7.200	7.200	7.200
Število izstopajočih delnic	800					
Število novih delnic				800	800	800
Število delnic	8.000	7.200	7.200	8.000	8.000	8.000

Vir: Podatki prirejeni po Hayn, Ostheim, Sulzbach, 2000, str. 255, lastna analiza.

Povsem jasen je učinek na ceno delnice – njen padec s 187,50 na 178,13 neposredno odseva stroške nagrajevanja z opcijami. Odkup lastnih delnic sočasno z

njihovo izdajo je samo poseben primer gornje analize, izid pa je povsem enak tistemu pri uvodnih primerih. Če se upošteva še 25% stopnja davka od dobička, bi z uporabo navideznih opcij cena delnice zaradi davčnega štita s 178,11 narasla na 180,46.

Nekateri avtorji štejejo financiranje delniških opcij z odkupom lastnih delnic v trenutku podelitve opcij za obliko, ki je do delničarjev najbolj prijazna, saj ne povzroča niti razvodenitve njihovega premoženja niti nastanka stroškov v podjetju. Podjetje namesto izplačila dividend lahko izplača prosti denar delničarjem tudi s pomočjo odkupa lastnih delnic, kar spodbuja trgovanje z delnicami in pozitivno vpliva na ceno. S primerom bom pokazal, kakšne so posledice za delničarje, če podjetje odkupi lastne delnice v času $t=0$ in pri tem uporabi dividendam namenjeni prosti denar. V ta namen bom spremenil podatke iz dosedanje obravnave. Prosti denarni tok, razviden iz Tabele 5-6, je takšen, da omogoča tržno ceno delnice ob podelitvi opcij 40 enot, tako da je ta enaka izvršilni ceni (v prejšnjih primerih so bile opcije globoko se *splača*). Prosti denarni tok v času $t=0$ je prikazan le informativno, saj na vrednotenje podjetja nima neposrednega vpliva, podjetje pa bi ga moralo izplačati delničarjem, saj je del donosov preteklega obdobja. Podjetje ga – kot rečeno – uporabi za odkup 800 delnic, ki jih bo hranilo zaradi izročitve delnic iz opsijskega načrta.

Tabela 5-6 Vrednotenje opcij z predhodnim nakupom in izdajo lastnih delnic ob uporabi prostega denarnega toka

	0	1	2	3	4	5+
PDT pred izvršitvijo	35.000	10.000	-54.400	10.000	60.000	45.000
Povečani donosi (investiranje)			0	0	4.000	4.000
Popravljeni PDT		10.000	-54.400	10.000	64.000	49.000
Neposredna vplačila delničarjev (investicije)				-40.000		
Neposredna plačila delničarjem (PDT)	-34.688					
PDT skupaj		10.000	-54.400	-30.000	64.000	49.000
Vrednost celotnega podjetja	319.982	341.980	430.579	503.636	490.000	490.000
Vrednost delnice	40,00					
PDT obstoječim delničarjem		10.000	-54.400	10.000	57.600	44.100
PDT izstopajočim delničarjem	34.688					
PDT novim delničarjem				-40.000	6.400	4.900
PDT skupaj		10.000	-54.400	-30.000	64.000	49.000
Vrednost za stalne delničarje	312.196	333.415	421.157	453.273	441.000	441.000
Notranja vrednost stalnih delnic	43,36	46,31	58,49	62,955	61,25	61,25
Vrednost za izstopajoče delničarje	34.688					
Notranja vrednost izstopajočih delnic	43,36					
Vrednost za nove delničarje	7.786	0	0	-40.000	6.400	4.900
Število stalnih delnic	7.200	7.200	7.200	7.200	7.200	7.200
Število izstopajočih delnic	800					
Število novih delnic				800	800	800
Število delnic	8.000	7.200	7.200	8.000	8.000	8.000

Vir: Lastni podatki.

Na prvi pogled se zdi, da je tak postopek za delničarje ugoden, saj cena delnice s prvotnih 40 zraste na 43,36. Podrobnejša analiza razkrije drugačno sliko. Povišanje cene delnice je posledica enakih pričakovanih prostih denarnih tokov (zaradi odkupa lastnih delnic se niso zmanjšale naložbe, podjetje se ni zadolžilo, temveč porabilo skoraj ves denar, namenjen za dividende poslovnega leta). Ti tokovi se porazdelijo na manjše število delnic, katerih cena zato zraste. Če ne bi bilo odkupa delnic, bi cena padla na 39,45 (posledica razvodenitve v $t=3$). Premoženje delničarjev v času $t=0$ pa ni sestavljeno samo iz vrednosti delnic, temveč tudi iz prejetih dividend. Te so manjše za 4,34 na delnico, kar je enakovredno tečaju 39,02 ob polnem izplačilu dividend. Razlika 0,43 na delnico je v korist novih delničarjev, katerih vrednost v $t=0$ zraste s 4.346 na 7.786. Za razliko 3.440 se zmanjša vrednost za obstoječe delničarje (3.440 je tudi zmnožek 0,43 in 8.000). Razlog je preprost, toda v literaturi včasih prezrt: zvišanje tečaja zaradi odkupa lastnih delnic s prostim denarnim tokom, namenjenim za dividende. Prihodnji denarni tokovi ostanejo sicer nespremenjeni, manjše število delnic vpliva na višji tečaj tudi ob izvršitvi in s tem na večjo razvodenitev v škodo obstoječih delničarjev. Red velikosti te škode je takšen: 39,45 je zmanjšanje začetnega tečaja 40 za 1,38%, 39,02 pa kar 2,45%. Od tod izhaja, da je učinek nagrajevanja z opcijami s financiranjem z odkupom in izdajo lastnih delnic za delničarje bistveno odvisen od vira sredstev, ki jih podjetje nameni za odkup: dolg, zmanjšanje naložb ali prosti denarni tok. Prvi dve možnosti dasta podobne izide, če se upošteva ustrezno povišanje stroškov kapitala zaradi večje zadolženosti, medtem ko je tretja za delničarje bistveno bolj škodljiva. Zaradi nevarnosti vplivanja menedžerjev na tečaj v lastno korist je koristno, če skupščinski sklep določi dolg kot edini vir sredstev za odkup lastnih delnic. ZGD omejuje nakup delnic na 18-mesečno obdobje, kar poudarja pomembnost te ugotovitve.

Na koncu je mogoče povzeti finančne učinke nagrajevanja z opcijami z vidika delničarjev, kot prikazuje Tabela 5-7:

Tabela 5-7 Finančni učinki nagrajevanja z opcijami na delničarje

Strošek lastniškega kapitala	Denarni tok	Vrednost podjetja	Razlika	Sprememba
9,0%	132.000	1.466.667		začetno stanje
10,0%	132.000	1.320.000	-146.667	premija za dodatno tveganje ob uvedbi nagrajevanja
10,0%	135.000	1.350.000	+30.000	prihranek nespremenljivih plačil po davku
10,0%	150.000	1.500.000	+150.000	motivacijski učinek (višja donosnost naložb)
10,0%	150.000	1.425.000	-75.000	stroški nagrajevanja (razvodenitev)
			-41.667	končni učinek nagrajevanja

Vir: Lastni izračun.

6. PRAVNI IN RAČUNOVODSKI VIDIKI NAGRAJEVANJA Z DELNIŠKIMI OPCIJAMI

6.1. STATUSNO PRAVO

Spremenljivo nagrajevanje je večinoma stvar obligacijsko-pravnih razmerij med družbo in menedžerji. Kljub temu ZGD določa, da morajo biti prejemki članov uprave sorazmerni z njihovimi nalogami in s finančnim stanjem družbe (253. člen). Pri tem zakon omenja udeležbo pri dobičku (252. člen), kar pa ne izključuje drugih oblik. Podobno je določeno za člane nadzornega sveta (276. člen). Izdaja delniških opcij pomeni pravico pridobiti delnice družbe, zato je treba upoštevati ustrezna določila delniškega prava. Ta ne zadevajo podelitve delniških opcij (uredi se s pogodbo med družbo in menedžerji), temveč izročitev delnic družbe. Sprememba zakona omogoča dve podlagi, ki prej nista bili mogoči: pogojno povečanje osnovnega kapitala in pridobivanje lastnih delnic. Po sprejemu ustreznega skupščinskega sklepa je podelitev opcij obligacijsko-pravna zadeva, v kateri uprava oziroma nadzorni svet sicer morata spoštovati morebitne v skupščinskem sklepu opredeljene prvine opsijskega načrta, vendar pa pravni učinek do menedžerjev od tega ni odvisen. Obstaja tudi možnost priskrbe delnic v okviru odobrenega kapitala (328. do 332. člen ZGD), vendar pa statutarno pooblastilo upravi za povečanje osnovnega kapitala velja najdlje pet let po vpisu družbe v register, za namene delniških opcij pa mora vsebovati tudi pooblastilo upravi, da sklepa o izključitvi prednostne pravice do novih delnic. V nadaljevanju te možnosti ne bom obravnaval.

6.1.1. *Pogojno povečanje osnovnega kapitala*

Glavna značilnost tega načina je družbi omogočiti izdajo novih delnic z edinim namenom izpolnitve svojih obveznosti do osebkov, ki jim na pravno-poslovni podlagi omogoča pravico do vpisa novih delnic (Ahlin Doljak, 2001, str. 17). V trenutku skupščinskega sklepa osnovni kapital še ni povečan, saj še ni znano, kdaj in v kolikšni meri bodo menedžerji uresničili svojo pravico do vpisa novih delnic. Začetek veljavnosti pogojnega povečanja kapitala je trenutek izdaje novih delnic (326. člen ZGD).

Pri zagotavljanju pravic do vpisa novih delnic mora družba upoštevati predkupno pravico delničarjev (313.a člen), to pravico pa je mogoče izključiti le na podlagi sklepa o povečanju osnovnega kapitala, za kar morajo glasovati vsaj tri četrtine pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala, izključitev pa mora biti objavljena v skladu z 286. členom ZGD. Izdaja opcij pred sprejetjem sklepa o povečanju osnovnega kapitala je v razmerju do družbe brez pravnega učinka (313.a člen), upravičenec pa lahko uveljavlja odškodninski zahtevek do uprave (Kocbek, 2001, str.

102). Statut lahko določi tudi višjo kapitalsko večino ali soglasje vsakega razreda delnic. S sklepom se določijo namen pogojnega povečanja kapitala, upravičenci ter znesek izdaje ali merila, po katerih se ta znesek izračuna (319. člen). Mogoči upravičenci, določeni v 318. členu ZGD, so člani uprave, nadzornega sveta in delavci družbe ali z njo povezane družbe. Zaradi zahteve po opredelitvi zneska izdaje oziroma meril za njegov izračun mora skupščinski sklep posredno določiti temeljni prvini opsijskega načrta, seznam upravičencev in izvršilno ceno. Zaradi zaščite lastniške sestave nominalni znesek pogojno povečanega osnovnega kapitala ne sme preseči polovice osnovnega kapitala (318. člen). Sklep je treba vpisati v register, saj so pred tem izdane delnice nične (323. člen). Prav tako uprava ne sme izdati delnic pred polnim plačilom ali za drug namen, kot je bil določen s sklepom (325. člen). V enem mesecu po koncu poslovnega leta se novo izdane delnice vpišejo v register, kar pa je samo deklarativne narave. Osnovni kapital je namreč veljavno povečan s samo izdajo novih delnic.

6.1.2. Pridobivanje lastnih delnic

Pridobivanje lastnih delnic je mogoče le v izjemnih primerih, ki jih taksativno določa ZGD. Po vzoru nemškega KonTraG prenova ZGD v 240. členu določa dodatno (osmo) splošno izjemo, s katero se bo poslovanje z lastnimi delnicami bistveno sprostilo. Skupščina lahko pooblasti upravo za nakup lastnih delnic, ki velja 18 mesecev, in določi najnižjo in najvišjo prodajno ceno ter delež teh delnic, ki ne sme presegati 10% osnovnega kapitala. V izračun deleža se vštejejo še lastne delnice na zalogi in tiste, pridobljene za druge našteve namene. Družba mora oblikovati posebne rezerve iz dobička za lastne deleže, vendar drugače kot v stari ureditvi to ni potrebno vnaprej, temveč šele na dan bilance. Sprejem sklepa podlega istim zahtevam kot pri pogojnem povečanju kapitala, za namene nagrajevanja z opcijami pa mora sklep jasno določiti namen pridobivanja in način odsvajanja (komu in pod kakšnimi pogoji). To je potrebno zaradi spoštovanja enakopravne obravnave delničarjev (219. člen) in njihove predkupne pravice (313. člen); oba se pri podeljevanju (oziroma izvršitvi z izročitvijo delnic) delniških opcij namreč ne spoštujeta. V skladu s 313. členom je tudi tukaj potrebna ustrezna objava predloga o izključitvi prednostnih pravic delničarjev. Zakon izraža domnevo, da je 219. člen izpolnjen, če se delnice pridobivajo na organiziranem trgu.

6.1.3. Javnost in obseg razkritij

Kot bo razvidno iz nadaljevanja, opsijski načrti v računovodskih izkazih večinoma niso ustrezno prikazani. Ker imajo na premoženje delničarjev precejšen vpliv, je za njihove pravilne naložbene odločitve izredno pomembno, da morejo vse bistvene prvine nagrajevanja razbrati iz prilog. ZGD glede razkritij v prilogah k računovodskim izkazom napotuje na Slovenske računovodske standarde (odslej SRS), pri čemer kot

splošno normo uveljavlja resničen in pošten prikaz (angl. *true and fair view*) premoženja in obveznosti družbe, njenega finančnega položaja ter poslovnega izida (57. člen). Zahteva tudi specifikacijo poslovanja z lastnimi delnicami (nominalni znesek delnic, ki jih je družba pridobila in odsvojila, kdaj, s kakšnim namenom in po kakšni ceni); število izdanih opcij in drugih instrumentov, ki dajejo pravico do nakupa ali zamenjave za delnice družbe, ter pravice iz njih; skupni znesek prejemkov članov uprave in drugih menedžerjev z individualno pogodbo, ločeno za vsako od teh skupin oseb (65. člen ZGD).

SRS se posredno nanašajo na nagrajevanje z opcijami z zahtevo po razkritju naslednjih točk: število odkupljenih lastnih delnic; podatki o pogojno izdanih delnicah (SRS 8.42., brez nadaljnje opredelitve); izvedeni kapitalski instrumenti, ki jih izda podjetje, se izkazujejo izvenbilančno (SRS 8.13.); imena članov uprave in drugih organov ter njihovi zasluški (SRS 15.22.); podrobno se razkrivajo načrti dolgoročnih zaslužkov, njihovo pokrivanje in uporabniki (SRS 15.23.).

Morda najbolj neposredna določba, ki vpliva na prikaz posledic nagrajevanja s (pravimi) opcijami na premoženje delničarjev, je predstavitev čistega in popravljenega dobička na delnico v pojasnilih k računovodskim izkazom (SRS 24.26., 24.27. ter 25.21. do 25.24.). Način izračuna je podan skopo, vendar povzema usmeritve Mednarodnega računovodskega standarda (odslej MRS) 33, zato ga ponazarjam s primerom:

Tabela 6-1 Izračun popravljenega dobička na delnico po SRS in MRS

Postavka, dogodek oziroma vrednost		Popravljeni čisti dobiček	Tehtano povprečno število delnic	Čisti dobiček na delnico	Opomba
Čisti dobiček	10.000	10.000			
Število delnic 1.1.200X	1.600		1.600		
Odkup lastnih delnic 31.3.200X	400		1.300		tehtano s številom dni
Prednostne dividende	2.000	8.000			
Izvršitev opcij za 200 delnic 30.9.200X po ceni 50			1.453	5,51	tržna cena na dan izvršitve 100; količnik razvodenitve znaša 1,07
Zamenljive obveznice, glavnica 1.000, obrestna mera 5%	50	9.875	1.953	5,06	pravica do zamenjave za 10 delnic; prištejejo se obresti po davkih
Število izdanih opcij z izvršilno ceno 70	900		2.153	4,59	povprečna tržna cena delnice 90; za izkupiček od opcij bi lahko po pošteni vrednosti izdali 700 delnic

Vir: SRS 24 in 25, MRS 33 in lastni podatki.

Podoben izračun določa ameriški računovodski standard (SFAS) 128 (*Earnings per Share*) in pomeni primerno informacijo delničarjem o stroških nagrajevanja. Vendar pa je treba pripomniti, da je ta kazalnik poveden samo pri financiranju s povečanjem osnovnega kapitala, saj pri ostalih oblikah imenovalca (število delnic) ostane nespremenjen.

Slovenski predpisi torej nikakor ne omogočajo zadostne preglednosti in javnosti opcijskih načrtov. Za celovito informiranost delničarjev in s tem upravičenost nagrajevanja z opcijami bi bilo treba objaviti vsaj naslednje podatke (za javna podjetja bi jih lahko predpisala Agencija za trg vrednostnih papirjev, seveda pa jih lahko podjetja objavijo prostovoljno):

- tabelarični pregled celotnih prejemkov, ločeno za upravo in menedžment, razdeljen na osnovno plačo, letni bonus, delnice podjetja, podeljene opcije in druge bonitete;
- podeljene opcije za obe skupini, s podatki o številu delnic, ki se lahko pridobijo, izvršilni ceni, ročnosti, izvršilnih ciljih, vrednosti opcij (po modelu vrednotenja), upošteva časovno vrednost, ter mogoči dobiček pri dvigu tečaja delnice za 10%;
- opis v poslovnem letu uvedenih opcijskih načrtov na ravni podjetja, s podatki o številu opcij in temeljnih delnic, načinu financiranja, izvršilnih cenah, izvršilnih omejitvah;
- povprečna vrednost v poslovnem letu izdanih opcij ob podelitvi, z opisom modela in parametrov vrednotenja;
- gibanje števila dejavnih opcij skupaj z izvršilno ceno za naslednje skupine: izdane opcije v začetku in na koncu poslovnega leta, konec leta izvršljive opcije, med letom podeljene, zapadle, propadle in izvršene opcije, pri slednjih z navedbo povprečnega uresničenega dobička;
- morebitne spremembe obstoječih pogodbenih določil;
- skupni stroški dela se izkažejo v *pro forma* obračunu, ne glede na obliko financiranja oziroma bilanciranja.

6.2. DELNIŠKE OPCIJE IN NOTRANJE INFORMACIJE

Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP) v 276. členu prepoveduje pridobivanje vrednostnih papirjev in razpolaganje z njimi na podlagi notranjih informacij. Za notranjo informacijo se šteje vsaka natančna informacija, ki se nanaša na izdajatelja vrednostnih papirjev ali sam vrednostni papir, ki še ni postala dostopna javnosti in ki bi, če bi postala znana javnosti, verjetno imela pomembnejši vpliv na ceno vrednostnih papirjev (275. člen). Člani uprave po zakonu sodijo med osebe, ki so jim neposredne dostopne notranje informacije (276. člen). Vrednostni papirji so delnice, obveznice in drugi serijski papirji, med njimi tudi taki, ki dajejo pravico do nakupa delnic ali obveznic istega izdajatelja. Z vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu ali pa ne (3. člen).

Strategije, ki so na razpolago menedžerju, da bi pridobil korist iz delniških opcij na podlagi notranjih informacij, so naslednje:

- strategija 1: predčasna izvršitev opcij in hramba delnic do objave notranje informacije;
- strategija 2: predčasna izvršitev opcij in prodaja delnic pred objavo notranje informacije;
- strategija 3: neizvršitev opcij do objave notranje informacije.

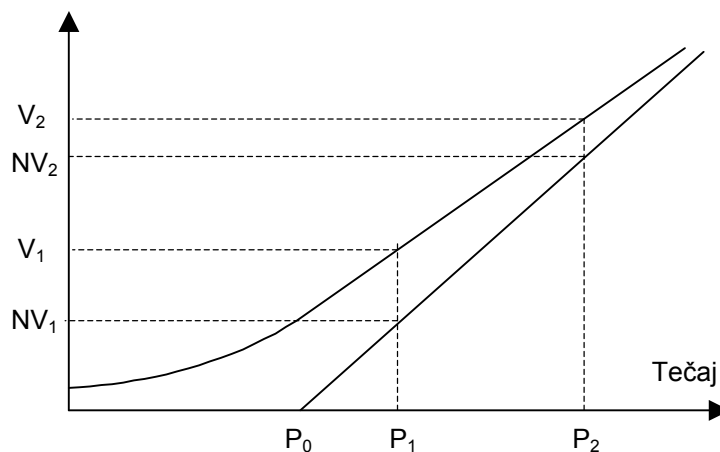
Strategij, ki menedžerju ne prinašajo finančne koristi, ni treba obravnavati, saj so izločene po ekonomski plati. Takoj je mogoče opaziti, da strategija 3 ni kočljiva v nobenem primeru, saj ne predvideva dejavnosti menedžerja. Kaznivo pa bi bilo, če bi menedžer imel vpliv na podelitev opcij in pri tem ustrezno izkoriščal notranje informacije. Tako hipotezo sem obravnaval v prejšnjem poglavju (Yermack). Na Sliki 6-1 je videti, da je predčasna izvršitev vedno povezana z izgubo časovne vrednosti in uresničitvijo notranje vrednosti. Vendar pa to ne velja, če obstajajo notranje informacije, ki se še ne kažejo v tečaju. Zato je treba razlikovati, v katero smer bi objava notranje informacije potisnila tečaj.

- 1. Pozitivna informacija.** Strategija 1 se ne splača, kajti menedžer sprva uresniči notranjo vrednost NV_1 , zatem pa njegovo premoženje naraste na NV_2 , kar je manj kot V_2 , ki se lahko doseže s strategijo 3. Menedžer izgubi časovno vrednost opcije V_2 minus NV_2 . Strategija 2 je še manj smiselna – poleg izgube omenjene časovne vrednosti se menedžer zavestno odpove še prirastu notranje vrednosti (rast cene delnice).
- 2. Negativna informacija.** Strategija 3 očitno ni ugodna, saj menedžer uresniči izgubo vrednosti opcij V_2 minus V_1 . Strategija 1 je še manj ugodna, kajti izgubi še časovno vrednost V_1 minus NV_1 zaradi izvršitve opcij. Prednost strategije 2 pred strategijo 3 bo obstajala, če bo $NV_2 > V_1$. Tedaj je izguba časovne vrednosti V_2 minus NV_2 manjša od celotne izgube vrednosti opcije V_2 minus V_1 .

Izkušnje v ZDA kažejo, da menedžerji opcije večinoma predčasno izvršijo. Razloga za to sta potreba po likvidnosti in diverzifikacija premoženja (Schwetzler, 1998, str. 27). Tretji razlog sem pravkar opisal – izkoriščanje notranjih informacij.

Edino strategija 2 ob pogoju $NV_2 > V_1$ je torej donosna. Raziskati je potrebno, ali pomeni tudi kršitev določb ZTVP. Izvršitev pomeni pridobitev vrednostnih papirjev v duhu ZTVP, enako velja za takojšnjo prodajo delnic, oboje pa je očitna kršitev določb 276. člena o prepovedi uporabe notranjih informacij. Izvršitev ob pričakovanju rasti tečaja in hramba delnice ni kočljiva, saj bi menedžer z neizvršitvijo pridobil večjo korist, neizvršitev ob istem pričakovanju pa tudi ne, ker je imel menedžer opcije v lasti, preden mu je notranja informacija postala znana. Poznavanje negativnih notranjih informacij menedžerjem tako ne omogoča izoginitve padcu vrednosti opcij na zakonit način. Na podlagi te obravnave postane oblikovanje izvršilnih zapor in obdobj, kot so bile opredeljene v četrtem poglavju, pomembna sestavina oblikovanja kakovostnih opsijskih načrtov.

Slika 6-1 Notranja in tržna vrednost opcije pri spremembi tečaja



Legenda: NV notranja vrednost opcije, V celotna vrednost opcije, P tečaj delnice

Vir: Lastna ponazoritev.

6.3. RAČUNOVODSKA OBRAVNAVA DELNIŠKIH OPCIJ

Z vidika podjetja delitev opcijskih instrumentov nagrajevanja glede na pravno obliko ne zadošča. Obravnavo je potrebno prenesti na raven mogočih oblik financiranja, ki so podjetju na razpolago. Od tod namreč izhajajo pomembne posledice: kakšna je pravna podlaga določenega načrta, kakšno je računovodsko spremljanje nagrajevanja z opcijami v podjetju, kakšni stroški nastajajo za podjetje in za delničarje, kakšnemu tveganju je podjetje zaradi uvedbe opcijskega načrta izpostavljeno, kakšen je vpliv na likvidnost podjetja ter kakšne davčne posledice nastanejo za podjetje in menedžerje. Pred podrobnim preučevanjem navedenih vprašanj je v Tabeli 6-2 podan povzetek odgovorov za obstoječe oblike financiranja.

Načela bilanciranja opcijskih načrtov v naših standardih oziroma ZGD niso skoraj v ničemer opredeljena. Zato bom pri računovodski obravnavi upošteval osnovna računovodska načela SRS, kjer pa bom izhajal iz posebnosti opcij in njihovega ekonomskega bistva. Prikazane rešitve niso popolne ali preverjene v praksi, saj te ni. Pričakujem, da bo z uvedbo prvih opcijskih načrtov računovodska stroka to področje podrobneje uredila, normativno ali interpretativno. Pri primerih knjiženja sem se zgledoval tudi po anglosaksonskih in nemških rešitvah, ko nisem našel slovenskih predpisov, ni pa rečeno, da so tamkajšnje zasnove vedno ustrezne ali skladne s SRS. Takšne reference so v tekstu ustrezno navedene.

Tabela 6-2 Posledice različnih oblik financiranja opsijskih načrtov

Oblika financiranja	Varovanje pred tveganjem (nakup lastnih delnic / nakup opcij)	Kapitalski trg	Izkaz uspeha	Izdaja lastnih delnic	Pogojno povečanje kapitala
Pravne oblike	navidezne opcije, opcije z izdajo lastnih delnic	nakup in izročitev opcij	navidezne opcije	navadne opcije	navadne opcije
Pravna podlaga	Skupščina / sklep uprave in nadzornega sveta	Sklep uprave in nadzornega sveta	Sklep uprave in nadzornega sveta	Skupščina	Skupščina
Stroški podjetja	Stroški financiranja / stroški dela (vrednost opcij), porazdeljeni po obdobjih	Stroški dela (vrednost opcij), porazdeljeni po obdobjih	strošek dela / finančni izid (končna višina odvisna od plačila ob izvršitvi)	ni stroška ¹	ni stroška ²
Stroški delničarjev ³	za stroške podjetja manjši PDT v t=0 do N / t=0	za vrednost opcij manjši PDT v t=0 (padec tečaja za vrednost opcij)	manjši PDT v t=N (<i>ceteris paribus</i> padec tečaja za vrednost opcij)	razvodenitev (padec tečaja za njegovo sedanjo vrednost)	razvodenitev (padec tečaja za njegovo sedanjo vrednost)
Vir plačila	podjetje	podjetje	podjetje	podjetje	delničarji
Tveganje podjetja	tveganje izgube pri lastnih delnicah / ni tveganja	ni tveganja	neomejeno	neomejeno	ni tveganja

Legenda: N leto izvršitve, PDT prosti denarni tok

Opombe: ¹ mogoča je oblika z upoštevanjem stroškov dela

² ob nekaterih domnevah je mogoče knjižiti stroške dela

³ stroški delničarjev so seveda pogojni; niso upoštevane njihovih koristi zaradi motivacijskega učinka opcij in morebitnih manjših nespremenljivih stroškov dela

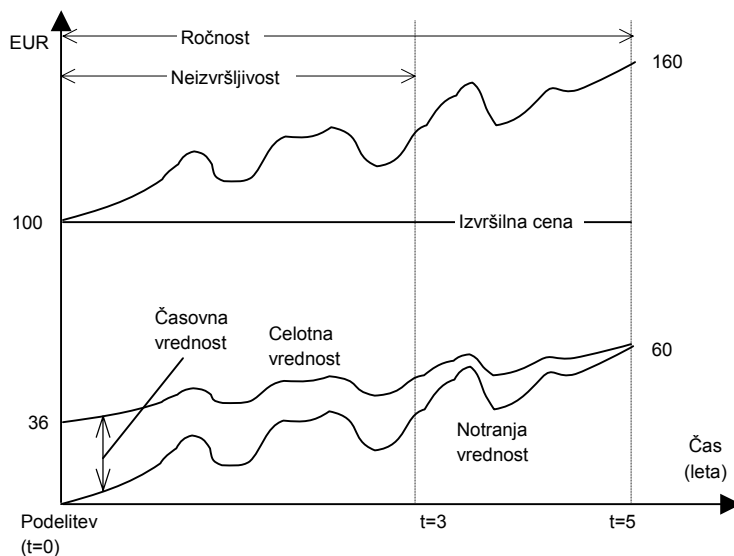
Vir: Lastna ponazoritev.

6.3.1. Financiranje iz sredstev podjetja

Kot prikazuje Tabela 6-2, je neposredno financiranje podjetja edina možnost pri podeljevanju navideznih opcij. Že ob njihovi podelitvi se poveča premoženje menedžerjev v višini začetne vrednosti opcij (sedanja vrednost pričakovanih izplačil), ter se nato spreminja do zapadlosti v skladu z gibanjem tečaja delnice.³¹ Hkrati se zrcalno zmanjša premoženje podjetja. Končni prenos premoženja s podjetja na menedžerja se opravi ob izvršitvi opcij. Primer s Slike 6-2 bo podlaga za opazovanje knjižb v nadaljevanju:

³¹ Vrednost opcije je vedno celotna vrednost, časovna in notranja, če ni določeno drugače.

Slika 6-2 Navidezne opcije



Podjetje podeli menedžerjem navidezne opcije z ročnostjo pet let in obdobjem neizvršljivosti tri leta. Izvršilna cena znaša 100 EUR, toliko tudi trenutni tečaj delnice, tečaj ob zapadlosti pa 160 EUR. Vrednotenje po modelu Blacka in Scholesa, s parametri nestanovitnost 30%, ročnost pet let in netvegana obrestna mera 5%, da časovno vrednost v $t=0$ 36 EUR (notranja vrednost 0). Če se uresniči gibanje tečaja s Slike 6-2, menedžerji v $t=5$ v denarju iztržijo 60 EUR na opcijo.

Vir: Pellens, Crasselt, 1998, str. 133.

S podelitvijo navideznih opcij podjetje sklene pravni posel, ki je v več ozirih negotov: menedžer lahko zapusti podjetje, s čimer ugasnejo njegove pravice, višina izplačila je odvisna od prihodnjega gibanja tečaja, čas izplačila pa od volje menedžerjev. Protivrednost, ki jo priskrbi menedžer, tvori primerni vložek dela. Po SRS 10 so zato podane nekatere prvine kočljive pogodbe in dolgoročne obveze. Zato je treba najprej preučiti, ali je upravičeno izkazati dolgoročne obveznosti, dolgoročne rezervacije na račun dolgoročno vračunanih stroškov ali dolgoročne rezervacije za pokrivanje izgub iz kočljivih pogodb.

Dolgoročna obveznost je sedanja obveza na podlagi preteklih dogodkov, katere poravnava bo čez več kot leto dni povzročila odtok sredstev. Pri navideznih opcij to ne velja, saj niti čas niti znesek poravnave nista znana z gotovostjo .

Dolgoročne rezervacije se pripoznajo, če: a) obstaja zaradi preteklega obvezujočega dogodka sedanja obveza; b) je verjetno, da bo pri poravnavi obveze potreben odtok sredstev; c) je mogoče znesek obveze zanesljivo izmeriti (SRS 10.9.), in d) če dolgoročna obveza izhaja iz preteklih dogodkov in ni odvisna od prihodnjega poslovanja (SRS 10.43.). Dolgoročne rezervacije se razlikujejo od dolgoročnih obveznosti po tem, da so negotove glede časa nastanka oziroma velikosti prihodnjih izdatkov za poravnavo. Pogojna obveznost pomeni bodisi negotovost sedanje obveze bodisi sedanjo obvezo, ki pa se ne pripozna, ker ni verjetno, da bo za njeno

poravnavo potreben odtok sredstev, ali pa zneska ni mogoče zanesljivo izmeriti. Pri navideznih opcijah je obstoj dolgoročne sedanje pravne obveze nesporen, tako da je to kategorijo lahko zavržemo. Značilnost kočljive pogodbe je, da neizogibni stroški izpolnitve pogodbenih določil presegajo gospodarske koristi, ki se pričakujejo od nje (SRS 10.40.f).

Obveznost izplačila podjetja se mora skladati z učinkovitim izpolnjevanjem delovnih obveznosti menedžerja. Raziskati je torej treba, ali v pravnem razmerju med podjetjem in menedžerjem lahko nastane trenutno neravnotežje pri izpolnjevanju medsebojnih obveznosti in ali se podjetje lahko znajde kot stranka v kočljivi pogodbi. Oboje je podlaga za pripoznanje obveznosti v bilanci stanja. Pri učinkovito zasnovanem sistemu nagrajevanja in bilanciranju, kot sledi v nadaljevanju, se lahko domneva enakovrednost koristi obeh pogodbenih strank in ni treba rezervirati sredstev za pokrivanje izgub iz tega posla.

Prva dva pogoja za pripoznanje dolgoročnih rezervacij sta očitno izpolnjena. Zanesljivost ocenitve zneska obveze SRS 10 pogojuje z dosledno razsodnostjo pri ocenjevanju negotovosti, pri čemer se upoštevajo izkušnje v podobnih okoliščinah in mnenja strokovnjakov (SRS 10.46.). Glede na to, da je vsak trenutek mogoče ovrednotiti trenutno obvezo (razliko med tečajem in izvršilno ceno) kakor tudi celotno prihodnjo obvezo (z nepristranskimi modeli vrednotenja opcij), je tudi ta pogoj izpolnjen. Pojasniti je torej treba, za katere delovne dosežke so bile opcije podeljene. Če je menedžer svojo delovno obveznost izpolnil, kočljivosti pogodbe ni več in je gospodarsko nastala obveznost podjetja. S podelitvijo opcij za pretekle dosežke je izpolnjen tudi četrti pogoj, prihodnje izplačilo podjetja pa se pripozna v obliki dolgoročne rezervacije v višini najboljše ocene za poravnavo potrebnih izdatkov. Pri tej oceni se upoštevajo tveganja in negotovosti, vrednost pa mora ustrezati sedanji vrednosti izdatkov (SRS 10.46.). S tem SRS nedvoumno določajo izbiro celotne vrednosti opcije kot začetnega pripoznanja dolgoročnih rezervacij. Ta namreč v svoji finančno-teoretični zasnovi natanko ustreza navedenim merilom.

Vendar večina (smiselnih) opsijskih načrtov nagrajuje prihodnje delovne dosežke. Menedžer je nagrajen, če tečaj delnice ustrezno naraste. Njegovi delovni dosežki se torej kažejo v primerni rasti tečaja. To je nagrajevanje od dobička v širšem smislu, katerega višina pa je odvisna od gibanja tečaja. Ustvarjeni dobiček pomembno vpliva na tečaj in je lahko merilo dosežkov menedžerjev. Na ceno delnice vplivajo tudi mnogi drugi dejavniki, toda to ne spremeni dejstva, da upošteva cena delnice na dan bilance stanja samo pretekle dosežke menedžerjev. Posledično lahko podjetje dolguje edinole znesek, enak razliki med doseženim tečajem in izvršilno ceno. Morebitna zvišanja tečaja, ki jih vsebuje časovna vrednost opcij, ne morejo biti dolg podjetja, saj bodo posledica **prihodnjih** delovnih vložkov menedžerjev. SRS 10.43. razločno izključi tako možnost, saj prepoveduje pripoznanje obvez, odvisnih od

prihodnjega poslovanja. Pripoznajo se le prihodnji izdatki, ki se nanašajo na obstoječe izide podjetja, ne pa prihodnji izdatki, ki bodo soustvarjali prihodnjo uspešnost.

Dejanska obveznost podjetja ostane še vedno negotova, vendar si je mogoče zamisliti izvršitev opcij na dan bilance. V ceni delnice so zajeti vsi pretekli dosežki podjetja in podjetje bi z izplačilom razlike (notranja vrednost opcije) v celoti izpolnilo svojo obveznost do menedžerjev za njihove dotedanje dosežke. Tak razmislek velja tudi za obdobje neizvršljivosti, saj dosežena notranja vrednost prav tako meri pretekle dosežke menedžerjev. Če pa izvršitev teoretično ni mogoča, ker je tečaj manjši od izvršilne cene oziroma ker niso izpolnjene druge izvršilne omejitve, podjetje ne dolguje ničesar, saj delovni dosežki, nepristransko merjeni s tečajem, niso bili ustrezni. Nasprotna postavka so stroški dela. Med obdobjem neizvršljivosti je po standardu mogoče knjižiti samo diskontirano notranjo vrednost, saj je prva izvršitev mogoča šele po koncu moratorija, vendar razlika ni bistvena.

Dolgoročne rezervacije se ne prevrednotujejo, se pa na koncu obdobja popravijo tako, da njihova vrednost ustreza sedanji vrednosti izdatkov, po predvidevanjih potrebnih za poravnavo obveze (SRS 10.25.). Popravki vrednosti navzdol se knjižijo v dobro finančnih prihodkov, popravki navzgor pa med finančne odhodke. To ni v nasprotju z načelom previdnosti (63. člen ZGD), ki zahteva uresničenost dobičkov. S sprostitvijo rezervacij namreč ni bil uresničen prihodnji dobiček iz negotovih poslov, temveč samo zmanjšana že prej pripoznana obveznost za delovne dosežke v preteklem obdobju. Ker ostane končno plačilo negotovo do izvršitve, se ta obveznost pozneje lahko spreminja, kar pa ne povzroča popravka stroškov dela, temveč vpliva le na finančni izid. Povišanja rezervacij ne velja razumeti kot popravek vrednosti – ta bi bil potreben, če bi se popravek nanašal na predhodno znane obveznosti -, temveč kot dodatno rezervacijo, ki izhaja iz obveze nagrajevanja dosežkov menedžerjev v novem obdobju. Navedena rešitev z upoštevanjem SRS 10 se torej prilega osnovni logiki nagrajevanja z opcijami, še posebej tam, kjer so določeni letni cilji, manj ustrezna pa se izkaže v primerih, ko so določene zbirne ovire. Tedaj postopna izpolnitev menedžerjev ne bo prikazana med stroški dela do trenutka prestopitve praga. Dejanski stroški podjetja z nagrajevanjem so na koncu razvidni iz poročila stroškov dela in finančnih prihodkov ter so tako v celoti zajeti v izkazu uspeha, kot tudi v davčni bilanci.

Nekateri avtorji v Nemčiji zagovarjajo časovno porazdelitev stroškov dela po vzoru ameriškega standarda (FASB Interpretation No. 28 *Accounting for Stock Appreciation Rights and Other Variable Stock Option or Award Plans*). Začetna vrednost opcij se enakomerno razdeli na obdobje neizvršljivosti (ali na razmik med podelitvami opcij, če se te podeljujejo redno). Ta znesek pozneje enakomerno bremeni stroške dela, povečanje vrednosti opcij pa dodatno bremeni stroške dela

obdobja, kar velja tudi za spremembe vrednosti po koncu moratorija (Pellens, Crasselt, 2000, str. 165, in Pellens, Crasselt, 1998, str. 136; kritika Herzig, 1999, str. 301). To se nekoliko razlikuje od omenjene razlage (*FASB Interpretation 28*), ki predvideva v vsakem obdobju le sorazmerni del popravkov, skupaj s popravki prejšnjih obdobj. V Tabeli 6-3 je prikazano knjiženje na podlagi SRS kot tudi omenjena nemško različico. Ta je zanimiva pri opcijskih načrtih z zbirnimi izvršilnimi cilji, saj pripelje do sorazmernega priznavanja stroškov dela v obdobju pred izpolnitvijo praga, ni pa povsem v skladu s SRS, saj dolgoročne rezervacije ob koncu moratorija vsebujejo tudi časovno vrednost opcij, ki zrcali prihodnje spremembe tečaja delnice, te pa so (vsaj delno) odvisne od prihodnjih delovnih dosežkov menedžerjev.

Tabela 6-3 Financiranje iz sredstev podjetja

	Leto 0	Leto 1	Leto 2	Leto 3	Leto 4	Leto 5
Tečaj	100	113,5	116	120	119	136
Vrednost opcije	36	42	39	36	28	36
Notranja vrednost	0	13,5	16	20	19	36
SRS						
Stroški dela		13,5	2,5	4	-	17
Finančni prihodki					1	
Stanje dolg. rezerv.		13,5	16	20	19	36 - 36
Denar						-36
Nemška različica						
Stroški dela		12 + 6	12 - 3	12 - 3	-8	8
Stanje dolg. rezerv.		18	27	36	28	36 - 36

IZKAZ USPEHA (SRS 25.5)
Čisti prihodki od prodaje
- Stroški dela
+/- Finančni prihodki/odhodki
...
Čisti dobiček poslovnega leta

BILANCA STANJA (SRS 24.8)	
Sredstva	Obveznosti do virov
A. Stalna sredstva	A. Kapital
B. Gibljiva sredstva	B. Dolgoročne rezervacije
IV. Denarni ustrezniki	C. Finančne in poslovne obveznosti
C. Aktivne časovne razmejitev	D. Pasivne časovne razmejitev

Vir: SRS, lastna analiza in Pellens, Crasselt, 2000, str 165.

Podjetje pri tej obliki nosi neomejeno tveganje, ki v celoti bremeni stroške dela in finančne odhodke. To je tudi edina oblika, pri kateri so v izkazu uspeha prikazani *dejanski (uresničeni)* stroški dela. Pri ostalih oblikah so ti stroški bodisi omejeni bodisi jih ni ali pa se obračunajo po začetni vrednosti. Zaradi ugodnih davčnih učinkov (glej sedmo poglavje), izogitve premikom v lastniški sestavi, visoke preglednosti, pravne nezapletenosti in takojšnje likvidnosti za menedžerje je ta oblika zagotovo najboljša, četudi ne pomeni samodejno dolgoročne udeležbe menedžerjev pri lastništvu podjetja, toda to je mogoče doseči tudi na druge načine. Zaradi precejšnjega tveganja in visokih likvidnostnih zahtev pa vsekakor kaže pretehtati uporabo instrumentov zavarovanja, kar pa je snov poglavja 6.3.3.

6.3.2. Izdaja lastnih delnic³²

Podjetje pri tej obliki financiranja delnice ob izvršitvi priskrbi z nakupom na kapitalnem trgu po veljavni tržni ceni. Čisti denarni odtok (razlika med tržno ceno delnice in izvršilno ceno) se po SRS 8.6. načelno poročuna s kapitalnimi rezervami, tako da ni vpliva na dobiček. Ker pa trenutka nakupa in izdaje delnic povsem sovpadata in ker je čisti učinek odliv sredstev iz podjetja, menim, da je treba upoštevati načelo dajanja prednosti vsebini pred obliko (Uvod v SRS, 5. točka) in odliv sredstev obravnavati kot prihodnjo negotovo obvezo podjetja, za kar je treba vzporedno zgledu pri navideznih opcijah oblikovati dolgoročne rezervacije.

Ob izvršitvi se v kapitalnih rezervah poročunata presežka vrednosti pridobljenih in izdanih delnic, obakrat v višini razlike med izvršilno ceno in nominalno ceno delnice, dodatni presežek (nakupna cena manj izvršilna cena) pa namesto kapitalne rezerve bremeni oblikovane dolgoročne rezervacije. Zaradi denarnega tveganja je smiselno ta instrument povezati z varovanjem pred tveganjem (glej poglavje 6.3.3.). Podjetje mora poskrbeti, da ima na dan bilance oblikovano rezervo za lastne deleže v višini zneskov, plačanih za njihovo pridobitev. Ta rezerva se lahko sprosti šele ob odsvojitvi lastni delnic, oblikuje pa se iz čistega dobička poslovnega leta ali preteklih let, pa tudi iz statutarnih rezerv in drugih rezerv iz dobička (60. člen ZGD)

6.3.3. Zavarovanje pred tveganjem z nakupom opcij in lastnih delnic

Podjetje se zavaruje pred tveganjem tako, da pri finančni ustanovi vpiše (navidezne) opcije z enakimi določili, kot veljajo za menedžerje, ali pa varovanje poteka s predhodnim nakupom lastnih delnic na kapitalnem trgu. Varovanje pred tveganjem je smiselno pri navideznih opcijah ter opcijskih načrtih z izdajo lastnih delnic. Pravne značilnosti temeljnega načrta ostajajo v veljavi, vendar pa uvedba zavarovanja povzroči spremembe knjiženja poslovnih dogodkov. Razlikovati je treba med zavarovanjem denarnega toka in varovanjem pred bilančnimi tveganji. Medtem ko obe vrsti varovanja pred tveganjem omejujeta višino denarnih odtokov iz nagrajevanja, navidezne opcije v povezavi z nakupom opcij varujejo pred tveganjem tudi dobiček, s financiranjem z izdajo lastnih delnic v povezavi s predhodnim odkupom lastnih delnic se sploh prepreči knjiženje stroškov dela, preostali možnosti pa ne varujeta pred negativnim vplivom na dobiček.

V Tabeli 2 v Prilogi je prikazano bilanciranje navideznih opcij v povezavi z nakupom opcij. Novi SRS so vpeljali pojem varovanja pred bilančnimi tveganji, ki posebej ureja pobotanje prevrednotenja pred tveganjem varovane postavke in instrumenta za varovanje. Ker je namen nakupa opcije prav ta, je treba slediti SRS 3. Opcije za varovanje se pripoznajo med dolgoročnimi finančnimi naložbami po nakupni

³² Zgledi knjiženj za ta in naslednje primere so v Prilogi.

vrednosti, ki odseva tudi časovno vrednost. Kasnejše spreminjanje vrednosti je namenjeno kritju rasti obveznosti iz nagrajevanja. V tem primeru SRS 3.33. predpisuje, da se popravka vrednosti obeh postavk knjižita neposredno med prevrednotovalne finančne prihodke in odhodke. Glede na knjiženje navideznih opcij brez varovanja je to sprememba, kajti nasprotna postavka povečevanju dolgoročne rezervacije niso več stroški dela, temveč finančni odhodki, ki pa jih na drugi strani spremljajo enako veliki finančni prihodki iz naslova povišanja vrednosti opcije. Vendar pa je treba začetni izdatek nekako amortizirati med stroške dela, zato se celotna nabavna vrednost opcij ob nakupu prenese med aktivne časovne razmejitve (dolgoročno odložene stroške), ki se v obdobju, na katerega se nanaša nagrajevanje, enakomerno prenašajo med stroške dela. Odslej je treba vrednotiti opcije po notranji vrednosti, kajti le tako je zagotovljena skladnost z rastjo vrednosti pred tveganjem varovane postavke na drugi strani. To ustreza tudi računovodskemu načelu uresničenosti, saj časovna vrednost opcije nikoli ne bo uresničena, ker se opcije hranijo do zapadlosti, ko se celotna vrednost opcije izenači z notranjo.

Financiranje z izdajo lastnih delnic je prav tako mogoče povezati z nakupom opcij, pri čemer so knjižbe ustrezna sestava knjiženja temeljnega posla (poglavje 6.3.2.) in pravkar prikazanega knjiženja navideznih opcij v povezavi z nakupom opcij, zato zgled na tem mestu izpuščam.

Varovanje z nakupom lastnih delnic je razumno predvsem pri financiranju z izdajo lastnih delnic. Odvisno od trenutka predhodnega nakupa lastnih delnic in nakupne cene lastnih delnic je tveganje izvršitve v podjetju omejeno na (pozitivno) razliko med nakupno in izvršilno ceno. V skladu z že omenjenima SRS 3.7. in SRS 8.6. je treba začetni nakup knjižiti kot odbitno postavko od osnovnega kapitala (formalno dolgoročne finančne naložbe), prebitok nad nominalno vrednostjo delnic pa poračunati s kapitalskimi rezervami. Ob izvršitvi sledi obraten postopek, tako da morebitna razlika (lahko je celo pozitivna, če je podjetje lastne delnice odkupilo po ceni, manjši od izvršilne) bremeni kapitalske rezerve. Obračun stroškov dela ni mogoč, ker podjetju ne grozi odliv sredstev (ta je izrecno zaščiten z hrambo lastnih delnic, ki so po sklepu skupščine v bilanci prav za ta namen). Tudi morebitne razlike med višjo nakupno ceno lastnih delnic in izvršilno ceno ni mogoče vračunati v stroške, saj bi to na koncu pomenilo poračunanje oblikovanih dolgoročnih rezervacij v istem znesku s kapitalsko rezervo, kar bi v bistvu bil vložek kapitala. Rezervacije (ki so zbirni stroški oziroma odhodki) niso dopusten vložek. Podjetje mora upoštevati, da nakup lastnih delnic veže kapital in povzroča stroške obresti oziroma odliv dividend, ob padcu tečajev (in neizvršitve opcij) pa je podjetje izpostavljeno denarnemu tveganju zaradi odprodaje lastnih delnic po nižji ceni (to ne vpliva na dobiček, le na denarni tok). Knjižbe so prikazane v Tabeli 3 v Prilogi.

Nakup lastnih delnic kot instrument varovanja pred tveganjem si je mogoče zamisliti tudi pri navideznih opcijah. Ker pa lastne delnice nimajo potrebnih značilnosti instrumenta varovanja pred tveganjem v smislu SRS, je treba ta posel voditi ločeno. Poleg knjižb, predstavljenih v Tabeli 1 v Prilogi, se torej pojavi še knjiženje, podobno tistemu pri nakupu in izdaji lastnih delnic, s to razliko, da v času $t=5$ ni izročitve delnic menedžerju, temveč prodaja na kapitalskem trgu po tržni vrednosti, s katero se odplačajo dolgovi in poravna izplačilo menedžerjem. S presežkom, ki ga podjetje ustvari z uspešno prodajo lastnih delnic, se torej omejijo obveznosti iz nagrajevanja, poslovni izid pa ostane nespremenjen.

6.3.4. Povečanje osnovnega kapitala

Podjetje pri tej obliki izpolni svojo obveznost do menedžerjev z izdajo novih delnic v okviru odobrenega ali pogodnega povečanja kapitala. To pomeni, da ne more nastati obveznost in zato tudi ne stroški dela.³³ Podjetje celo pride do vira novih sredstev, ki jih lahko nameni za nove naložbe, odplačilo dolga ali nakup lastnih delnic. Knjiženje je prikazano v Tabeli 4 v Prilogi.

6.3.5. Nakup opcij na kapitalskem trgu

Izdaja zavarovanih opcij poteka tako, da podjetje pri investicijski banki kupljene opcije pod določenimi omejitvami izroči menedžerjem. S pravnega vidika je to najbolj preprost način, saj podjetje dolžnost izpolnitve prenese na investicijsko banko. To je zelo drago, kajti investicijska banka prevzeto tveganje izdatno zaračuna v obliki premije. Ta način je bilančno najbolj pregleden, kajti celotna plačana premija se postopno razporedi med stroške dela (dejanski obseg nagrad seveda ni razviden,

³³ Mogoče je sklepati tudi drugače: presežek vplačil nad nominalno vrednostjo zamenljivih obveznic se uvrsti po 60. členu ZGD med kapitalske rezerve. Zaradi enakovredne obravnave bi bilo treba enako postopati tudi pri obveznicah, ki vsebujejo nakupne bone za nakup delnic podjetja, katerih premija je vračunana v nominalno vrednost, lastniki obveznic pa sprejmejo nižjo obrestno mero. Iz razlike med nominalno in tržno vrednostjo obveznice izhaja disagio, ki ga je mogoče aktivirati v breme kapitalskih rezerv (vložek kapitala imetnikov obveznic – bodočih delničarjev - v obliki odpovedovanja delu obresti) in odpisovati v breme obresti, ki tedaj zrcalijo pravilne stroške rabe dolžniškega kapitala. Taka logika bi lahko veljala tudi za navadne opcije, bistvo pa je, da je treba ločiti prihodke (dobiček) od prodaje članskih pravic bodočim delničarjem (vložek kapitala v kapitalske rezerve). Tedaj je mogoče tudi pri podeljevanju delniških opcij zaposlenim privzeti njihov kapitalski vložek. Ker pa nasprotna storitev ne ustreza zahtevam ZGD glede stvarnih vložkov (prodaja opcij tretjim osebam prinese plačilo premije, obveznice z nakupnimi boni pa obrestni prihranek v duhu 60. člena ZGD) – ta celo v 188. členu izrecno prepoveduje vlaganje obveze opravljanja storitev -, je treba zagotoviti nekakšno drugo korist z gospodarsko vrednostjo. Ta je lahko v delovni pogodbi ali aneksu k njej izrecno opredeljeno zmanjšanje nespremenljive plače zaradi prejema delniških opcij. Tedaj bi bilo mogoče priznati kapitalske rezerve in obremeniti stroške dela v višini zmanjšanja nespremenljive plače. Še vedno pa bi ostal neupoštevani presežek vrednosti opcije nad zmanjšanjem nespremenljivega plačila (premija za tveganje menedžerjev).

vendar s tem delničarji oziroma podjetje niso prizadeti). V Sloveniji zaradi plitkosti trga ni mogoče pričakovati, da bo prav veliko bank pripravljeno prevzemati tveganja nagrajevanja z opcijami, zato bo najverjetneje ta oblika ostala prezrta. Knjiženje je razvidno iz Tabele 5 v Prilogi. Začetni izdatek podjetja se nesporno nanaša na stroške dela, vendar se najprej pripozna kot dolgoročno odloženi strošek, ki se v skladu z obzorjem nagrajevanja prenaša med stroške dela.

7. DAVČNI UČINKI DELNIŠKIH OPCIJ

7.1. DAVČNI PREDPISI V SLOVENIJI

Prejemki v zvezi z delovnim razmerjem so naštetih v 16. členu Zakona o dohodnini: plača, nadomestilo plače, drugi prejemki iz delovnega razmerja, izplačani v denarju, bonih ali naravi, ter prejemki v obliki stimulacij in bonitet v zvezi z delovnim razmerjem. Zakon o davku od dobička pravnih oseb pa v 20. členu kot odhodek priznava plače in dele plač iz naslova uspešnosti poslovanja v obračunanih zneskih, ugotovljene v skladu s splošnima kolektivnima pogodbama. Davek na izplačane plače bremeni samo dejanske bruto plače, ne pa tudi ostalih prejemkov iz delovnega razmerja, medtem ko socialni in drugi prispevki bremenijo vse naštete prvine, tako z vidika delojemalca kot tudi delodajalca.

Trenutno veljavna zakonodaja torej daje samo oporne točke, ne ureja pa stvarno obdavčitve delniških opcij. Po neuradnih stališčih Ministrstva za finance oziroma Davčnega urada se ob izvršitvi opcij obdavči razlika med tržno ceno delnice in izvršilno ceno, prejemek pa sodi med druge prejemke iz delovnega razmerja, od katerih se odvedejo tudi vsi prispevki (Dakič, 2001, Šešok, 2002). Na ravni podjetja se tak odhodek davčno ne prizna. Tabela 7-1 prikazuje primerjavo učinkovitih davčnih stopenj, gledano s skupnega vidika podjetja in menedžerja. Pri tem niso upoštevani davčne olajšave in učinek nižjih davčnih razredov, upoštevana pa je zakonsko določena mejna stopnja davka od dobička. Menim, da je mogoče izplačilo iz navideznih opcij utemeljiti kot plačo iz naslova uspešnosti poslovanja in s tem zmanjšati davčno osnovo za davek od dobička. Za ta namen bo verjetno treba skleniti ustrezen aneks k delovni pogodbi, na vsak način pa je pričakovati odpravo spornega 20. člena Zakona o davku od dobička pravnih oseb oziroma opustitev povezave davčne priznanosti stroškov dela z delovno-pravno zakonodajo (kolektivne pogodbe). Pri izračunu davka od dobička sem pri navideznih opcijah upošteval davčno odbitne rezervacije in nalaganje davčnih prihrankov (5 let, 10%), tako da je učinkovito obdavčenje navideznih opcij celo nižje od obdavčenja bruto plač.

Tabela 7-1 Obdavčitev različnih oblik nagrajevanja v Sloveniji

	Plača	Navadne opcije	Navidezne opcije
Bruto plača/dobiček iz opcij	1.000.000	1.000.000	1.000.000
22,1% prispevki delojemalca	-221.000	-221.000	-221.000
16,1% prispevki delodajalca	-161.000	-161.000	-161.000
16% davek na plače	160.000		160.000
Osnova za dohodnino	779.000	779.000	779.000
Dohodnina (50%)	389.500	389.500	389.500
Neto izplačilo/korist	389.500	389.500	389.500
Davek od dobička	-330.250	0	-403.242
Davki in prispevki skupaj	601.250	771.500	528.258
Skupni stroški podjetja	990.750	1.161.000	917.758
Efektivna davčna stopnja	60,7%	66,5%	57,6%

Vir: Prilagojeno in dopolnjeno po Čok, 1999, str. 301-302.

Dakič predlaga obdavčitev šele v trenutku prodaje pridobljenih delnic. Za preprečitev morebitnega izogibanja davkom na osebne prejemke naj država predpiše okvire nagrajevanja, se pravi najmanjši mogoči čas prepovedi odsvojitve delnic in največjo mogočo vrednost nagrad iz opcij v razmerju do nespremenljivih prejemkov menedžerjev (Dakič, 2001). Tak predlog avtorica utemeljuje z dejstvom, da je obdavčitev v trenutku izvršitve sporna zlasti z vidika prepovedi takojšnje prodaje pridobljenih delnic. Tako se lahko zgodi, da zaradi padca tečaja delnice v času prepovedi menedžer ne uresniči nikakršnega kapitalskega dobička. Še več, izgubi lahko tudi del izvršilne cene, po kateri je delnico kupil. V tem primeru plača menedžer davek na prejemek, ki ga ni prejel, kar ni sprejemljivo z vidika davčne enakopravnosti (ibid.). Z navedenim pomislekom se ni mogoče povsem strinjati, saj je vrednost ob izvršitvi primeren kazalnik dejanskih stroškov dela, nadaljnje gibanje tečaja delnice pa sodi v zasebno naložbeno področje menedžerja in države ne zadeva več. Ob tem prepoved odsvojitve za določen čas ni moteča, saj samo podaljša naložbeno obzorje menedžerja v skladu s pogoji in cilji nagrajevanja z opcijami, usmeriti ravnanje menedžerjev k dolgoročnemu ustvarjanju vrednosti. Predlagani postopek bi pomenil udeležbo države pri poslovnem tveganju, kar pa ni cilj uravnotežene davčne politike (najbolj dosledno bi bilo obdavčenje ob podelitvi, kjer bi davčno osnovo pomenila celotna vrednost opcij; država bi torej vnaprej pobrala določen znesek davka, ki ga kasnejše dogajanje ne bi več spremenilo. Ob domnevi poštenega vrednotenja opcij bi bila pričakovana vrednost tako zbranih davkov enaka). Za premostitev likvidnostnega bremena davka v trenutku izvršitve je v opsijskem načrtu mogoče določen del delnic izvzeti iz prepovedi. Z njimi lahko menedžer takoj prosto razpolaga ter s pomočjo njihove prodaje plača davek.

Krašovec predlaga obdavčitev ob izvršitvi, vendar brez bremena socialnih in drugih prispevkov. Zagovarja davčne spodbude kot nujni pogoj za uveljavljanje nagrajevanja

z opcijami (Krašovec, 2001b). Kot drugo možnost predlaga enotno obdavčenje nagrajevanja z delnicami in opcijami (katerih delež bi naj z drugimi spremenljivimi oblikami nagrad pomenil okoli 30% prejemkov menedžerja), vendar ne v okviru osebnih prejemkov, temveč kapitalskih dobičkov kot podvrste dohodnine. Pri opcijah bi bila obdavčena šele končna prodaja delnic (Krašovec, 2001). Menim, da bi tako obdavčenje povzročilo neenakopravno obravnavo različnih oblik nagrad, kar ni odlika dobro zasnovanega davčnega sistema. Tudi v ZDA in Veliki Britaniji, kjer je nagrajevanje z opcijami že dolgo uveljavljeno, država zagovarja enotno davčno obravnavo in poudarja načeli poštenosti in nepristranskosti davčnega sistema. Tako ni posebnega razloga, zakaj delniške opcije ne bi bile obremenjene s prispevki in davkom na plače, res pa je, da bi država morala omogočiti priznavanje odhodkov na ravni podjetja pri uporabi pravih opcij. Tak davčni učinek je v Sloveniji mogoč že sedaj, če se namesto pravih opcij uporabijo navidezne.

Čok predlaga korenito rešitev, pri kateri bi prav tako veljala obdavčitev kapitalskih dobičkov ob prodaji delnice. Upošteval bi se tudi triletni zakonski rok, po koncu katerega ni več obdavčitve, hkrati pa bi se na ravni podjetja isti znesek uvrstil med davčno priznane odhodke (Čok, 1999, str. 311). Zaradi predvidenega skrajšanja roka za oprostitev kapitalskih dobičkov se ta rešitev ne zdi več uresničljiva.

7.2. DAVČNA UREDITEV NAGRAJEVANJA Z OPCIJAMI V DRUGIH DRŽAVAH

7.2.1. Nemčija

Nemški zakon o dohodnini opredeli kot plačo tiste prejemke iz nesamostojne dejavnosti, ki izvirajo iz delovnega razmerja. Pri tem ni pomembno, kako se ti prejemki imenujejo, kakšne oblike so, ali se ponavljajo in ali obstoji pravni zahtevek zanje (Jacobs, Portner, 2000, str. 178). Prejemek je povezan s pritokom koristi z denarno vrednostjo. Upravičenci nagrajevanja z opcijami so navadno menedžerji, zato je izvor prejemkov jasen: kot nadomestilo za delovne storitve prejmejo menedžerji delnice od podjetja po znižani ceni. Nekoliko manj jasna je povezava z delovnim razmerjem, ko se delnice priskrbijo s povečanjem kapitala; tedaj koristi ne priskrbi podjetje (njegovo premoženje se ne zmanjša), temveč tretje osebe (delničarji), ki del premoženja prepustijo menedžerjem (razvodenitev). Zvezni davčni urad (nem. *Bundesfinanzhof*) je presodil, da tudi tak pritok koristi od tretjih oseb izvira iz delovnega razmerja, saj menedžerji njihov nastanek lahko razumno pripišejo sadovom svojega dela za podjetje (Herzig, 1998, str. 165). Podobno je mogoče sklepati, ko matično podjetje podeli opcije menedžerjem hčerinskega podjetja.

Trenutek obdavčitve je odvisen od tega, kdaj pride do pritoka koristi z denarno vrednostjo. Korist ima denarno vrednost, če jo je mogoče nepristransko ovrednotiti, pritok pa pomeni pravico takojšnjega gospodarskega razpolaganja s koristjo. Po

pojasnilih davčnih oblasti pomeni podelitev opcije le priložnost ugodne pridobitve premoženja, obdavčljivi prejemek pa nastane šele ob izvršitvi; ob podelitvi vrednost še ni nepristransko določljiva, moratorij in druge omejitve pa omejujejo pravico razpolaganja (prodaja oziroma izvršitev opcij) in koristi ni mogoče pridobivati. Drugače je, če so opcije tržno blago in prosto prenosljive. Nasprotno je obdavčenje podelitve delnic podjetja po nižani ceni takojšnje: neprenosljivost ni ovira, saj pridobitev delnic pomeni brezpogojni in neomejen delež v podjetju, skupaj s pravicami do glasovanja, dividend in do nakupa novih delnic.

Po drugi strani zagovarja strokovna javnost obdavčenje v trenutku podelitve: predmet osebnega prejema je namreč špekulativna prvina, torej možnost dobička zaradi prihodnje rasti tečaja. Ker ima opcija dovolj zanesljivo določljivo vrednost, bi se z obdavčenjem v trenutku podelitve izenačila davčna obravnava nagrajevanja z opcijami z obravnavo vlaganja obdavčenih dohodkov v samostojne delniške opcije. Priložnosti in tveganja v zvezi z opcijami ne sodijo več v področje prejemkov iz delovnega razmerja, temveč v zasebno naložbeno področje menedžerja. Morebitna dobiček ali izguba (neizvršitev) nimata nobenih davčnih učinkov. Nasprotno pa obdavčitev v trenutku izvršitve omogoča naložbo neobdavčenih dohodkov v opcije, državna blagajna pa je udeležena pri tveganju dobička ali izgube. Pri zagovarjanju obdavčenja ob podelitvi torej ne gre za iskanje davčnih prednosti za menedžerje, temveč za napačno logiko, s katero davčna oblast utemeljuje obdavčenje ob izvršitvi. Drugačno usmeritev potrjuje tudi davčna praksa v Švici, Belgiji in do nedavnega na Nizozemskem.³⁴ Vendar pa utegne vključitev izvršilnih ciljev tudi po tem pojmovanju predstaviti trenutek obdavčitve v točko, ko so izpolnjeni vsi cilji. Obdobje neizvršljivosti ne sodi v ta okvir, saj po vzporedju z ugodno pogojno podelitvijo delnic ne vpliva na pritok koristi (Jacobs, Portner, 2000, str 194).

Davčna osnova je razlika med borznim tečajem na dan izvršitve in izvršilno ceno. Če velja obdavčitev v trenutku podelitve opcij, je davčna osnova celotna vrednost opcij, izpeljana bodisi iz tržnih vrednosti bodisi iz veljavnih modelov vrednotenja. Za obdavčitev lahko velja posebna davčna stopnja, če se prejemek nanaša na več prihodnjih let, vendar ostali prejemki ne smejo preseči meje najvišjega davčnega razreda, kar za menedžerje navadno ne velja. Po izvršitvi velja enoletno špekulativno obdobje, v katerem se obdavčijo uresničeni kapitalski dobički (razlika nad tečajem delnice ob izvršitvi), po njegovem koncu pa je prodaja pridobljenih delnic neobdavčena (ibid., str. 178).

³⁴ V Franciji je do leta 1999 veljala drugačna obdavčitev: ob izvršitvi opcij se je dobiček obdavčil po 40% stopnji, kasnejši kapitalski dobiček pa po 26% davčno stopnjo (redne stopnje do 60%). Poleg ostalih pogojev je veljala tudi zahteva po najmanjši mogoči dobi med podelitvijo opcij in prodajo pridobljenih delnic – pet let. Zato ne preseneča razširjenost nagrajevanja z opcijami med večjimi francoskimi podjetji (Kramarsch 2000, str. 204).

Davčne posledice za podjetje. Nakup opcij pri banki je izdatek, ki se preko razmejitev prenese med poslovne (davčno priznane) odhodke. Pri financiranju s sočasnimi odkupom in izdajo lastnih delnic najkasneje ob izvršitvi nastane davčno priznani odhodek (razlika med tržno in izvršilno ceno delnice). Izdaja delnic s povečanjem kapitala pa ne omogoča davčnega upoštevanja stroškov dela, saj ni zmanjšanja premoženja podjetja. Nemško davčno pravo namreč ne pozna strogega načela korespondence med plačo (prejemki iz delovnega razmerja) in davčno priznanimi poslovnimi izdatki.

7.2.2. Avstrija

Prvi opcijski načrt je bil v Avstriji vpeljan šele leta 1997, do leta 2000 pa vsega skupaj štirje. Vsi načrti so financirani z izdajo lastnih delnic, imajo ročnost od 2,5 do 5,5 let ter poleg absolutnih tečajnih ciljev vsebujejo še delne ovire (ROE, ROA in EVA). Zakon o delnicah (nem. *Aktiengesetz*) predpisuje za odkup lastnih delnic skoraj enake stvari kot slovenski ZGD v 240. členu (glej poglavje 6.1.), dodatno pa nalaga skupščini, da predpiše načrt in časovni okvir ponovne izdaje odkupljenih lastnih delnic. Glede na 18-mesečni rok za nakup lastnih delnic torej tudi v Avstriji obstaja nevarnost kratkoročnega vplivanja na tečaj delnic (glej konec petega poglavja). Do leta 2000, ko je bil sprejet Zakon o delniških opcijah (nem. *Aktioptionengesetz*), ni bilo mogoče financirati opcijskih načrtov s pogojnim povečanjem kapitala.

Davčna ureditev delniških opcij je po pojasnilu avstrijskega Ministrstva za finance iz leta 1997 jasna: podelitev opcij za nakup delnic podjetja ne pomeni prejemka, dokler je izvršitev vezana neposredno na menedžerja in ta z njimi ne more razpolagati, ker niso samostojna gospodarska dobrina. Isto velja za opcije, katerih veljavnost je odvisna od določenega vedenja menedžerjev (npr. neprekinjenost delovnega razmerja) (Trenkwalder, 2001, str. 30). Obdavčitev ob podelitvi opcij je torej mogoča, če lahko menedžer z njimi takoj prosto razpolaga, sicer nastane prejemek šele ob izvršitvi.

Davčna osnova je razlika med tržno ceno delnice in izvršilno ceno, zmanjšana za morebitna vplačila menedžerja ob prejemu opcije. Špekulativno obdobje (eno leto) za izračun kapitalskih dobičkov začne teči po izvršitvi opcij, kot nakupna cena pa velja tečaj delnice ob izvršitvi. Lahko se obdavči tudi prejem opcij, tedaj je davčna osnova poštena dnevna vrednost, ki je borzni tečaj opcij, ki kotirajo na borzi. Pri netržnih opcijah je vrednost sestavljena iz notranje vrednosti (lahko je negativna) in časovne vrednosti. Izračun zadnje ni v skladu z veljavnimi modeli vrednotenja, temveč je natanko predpisan: 1,4% na mesec prvih dvanajst mesecev, ostale mesece pa 1% od tržne vrednosti delnic na dan podelitve. Celotna vrednost je vsota notranje in časovne vrednosti, če pa je prva negativna, se lahko časovna vrednost zmanjša na največ tretjino. Opcije (*at the money*) z ročnostjo 5 let imajo tako (časovno) vrednost

64,8%, kar je izjemno veliko število. Po izvršitvi opcij začne teči špekulativno obdobje, nakupna vrednost pa je v tem primeru le izvršilna cena, povečana za morebitna vplačila menedžerjev za opcije.

Davčne olajšave. Z namenom pospeševanja nagrajevanja z opcijami je bil leta 2000 sprejet zakon o spodbujanju kapitalnega trga (nem. *Kapitalmarktoffensivegesetz*), ki je omogočil davčne olajšave pri nagrajevanju z opcijami, če so izpolnjeni naslednji pogoji (Trenkwalder, 2001, str. 39): 1) opcije ne smejo biti prenosljive, 2) upravičenci so lahko vsi člani neke delovne skupine, 3) izvršilno obdobje mora biti vnaprej določeno, 4) vrednost osnovnih delnic v koledarskem letu ne sme presegati 500.000 ATS, ter 5) davčna olajšava se prizna največ v višini razlike med tečajem delnice na dan izvršitve in tistim na dan podelitve. Polovica davčne olajšave je oproščena davkov (10% vsako leto), polovica pa se obdavči najkasneje po sedmih letih od dneva podelitve opcij, če menedžer prej ne prekine delovnega razmerja ali prodaja pridobljenih delnic.

Za nagrajevanje menedžerjev te olajšave nimajo večjega učinka, saj je njihov obseg sorazmerno majhen. Optimalno pa je mogoče izkoristiti omenjene olajšave pri *start-up* podjetjih, katerih začetna vrednost je zelo majhna, imajo pa veliko možnosti rasti. To ponazarja Tabela 7-2:

Tabela 7-2 Davčne olajšave pri obdavčitvi delniških opcij v Avstriji

Vrednost osnovnih delnic na dan podelitve (2002)	1.000.000 ATS
Izvršilna vrednost ob podelitvi	900.000
Vrednost delnic ob izvršitvi (2007)	6.000.000

Davčna osnova:

Vrednost delnic ob izvršitvi (2007)	6.000.000
Izvršilna vrednost ob podelitvi	<u>900.000</u>
Prejemek iz delovnega razmerja	5.100.000

Davčna olajšava:

Vrednost delnic ob izvršitvi (2007)	6.000.000
Vrednost osnovnih delnic na dan podelitve (2002)	<u>1.000.000</u>
Znesek olajšave pred omejitvami	5.000.000

Od tega zneska je mogoče uporabiti sorazmerni del ($500.000 / 1.000.000 = 50\%$), 2.500.000. V petih letih znesek oprostitve naraste na 50%, se pravi 1.250.000, preostanek (1.250.000) pa se obdavči leta 2009. Denarno breme za menedžerja ob izvršitvi je 900.000 (izvršilna cena) ter 1.300.000 (davek po najvišji stopnji 50% od neoproščenega dela davčne osnove, 2.600.000 šilingov).

Vir: Lastni izračun.

Prispevki. Prejemki iz delovnega razmerja so obremenjeni s plačilom socialnih in drugih prispevkov, vendar največ do 44.400 ATS. Pravkar omenjene olajšave smiselno veljajo tudi za prispevke. Taki prejemki niso del osnove za izračun odpravnin, po delovni zakonodaji pa mora delodajalec delavcu ob prekinitvi delovnega razmerja na pobudo zadnjega priznati sorazmerni del vseh prejemkov.

Davčne posledice za podjetje. Pri financiranju z odkupom in izdajo lastnih delnic ni težav, saj razlika med nakupno vrednostjo in izvršilno ceno pomeni davčno priznan odhodek (stroški dela). Pred izvršitvijo se oblikujejo rezervacije za negotove obveznosti.

Financiranje s povečanjem osnovnega kapitala ne omogoča nastanka davčno priznanih odhodkov, saj ni mogoče priznati vložka kapitala delničarjev ali menedžerjev. Trenkwalder predlaga naslednjo rešitev: investicijska banka vpiše vse novo izdane delnice po polni tržni ceni, podjetje pa jih po isti ceni odkupi nazaj ter izda menedžerjem po nižji izvršilni ceni. Odhodek se tako zrcali tudi v negativnem denarnem toku in se davčno prizna kot strošek dela. Nastali *agio* se v celoti uvrsti med kapitalske rezerve (vplačani presežek kapitala) (Trenkwalder, 2001, str. 45).

7.2.3. Velika Britanija

Britanci so šele leta 1965 uvedli davek na kapitalske dobičke, njegova stopnja pa se je izenačila s stopnjo davka od osebnih prejemkov leta 1988. Letni zneski oprostitve in možnost odlaganja kapitalskih dobičkov so v nekaterih primerih prispevali k temu, da je za mnoge davkoplačevalce bila učinkovita stopnja davka od kapitalskih dobičkov enaka nič. S tega vidika je nagrajevanje z opcijami, kjer je bil obdavčen prejem opcij, kasnejši prirasti vrednosti pa so sodili v zasebno domeno kapitalskih dobičkov, prinašalo davčne ugodnosti. Sodišče je leta 1958 odločilo, da se opcije obdavčijo ob izvršitvi, saj se šele tedaj pridobljena korist lahko spremeni v denar, pred tem pa so pravice iz opcij osebne in neprenosljive. Višji dom parlamenta je 1960 to odločitev spremenil z utemeljitvijo, da je opcije mogoče pretvoriti v denar tudi drugače kot le z izvršitvijo in prodajo delnic. Laburistična vlada je v sodno prakso posegla z zakonodajo leta 1966, s katero je uzakonila obdavčitev ob izvršitvi. Menila je, da sodi vsak dohodek, ki ga prejme menedžer, med prejemke iz delovnega razmerja. Drugi razlog pa je bil nizek obseg davkov, ki so jih zbrali ob podelitvi opcij, kajti modeli vrednotenja tedaj še niso obstajali. Finančni zakon 1972 je razdelil opsijske načrte v dve skupini: opcije z ročnostjo nad deset let se obdavčijo tako ob podelitvi kot tudi ob izvršitvi, pri čemer se predhodno plačani davki poračunajo; opcije z ročnostjo do deset let pa se lahko obdavčijo samo ob izvršitvi. Nagrajevanje z opcijami za podjetje ne pomeni davčno priznanih odhodkov.

Zakonodaja iz leta 1972 (sprejeta pod konzervativno vlado) pa je uvedla tudi odobrene opsijske načrte (angl. *approved schemes*), pri katerih je obdavčen šele kapitalski dobiček od prodaje pridobljenih delnic, izpolniti pa morajo več pogojev, načelno skladnih z zaščito koristi delničarjev. Vrednost osnovnih delnic je bila omejena na 100.000 £ oziroma na štirikratnik letnih prejemkov. Leta 1995 je Greenburyjev odbor za preučevanje nagrajevanja menedžerjev ugotovil, da ni posebnih razlogov za ugodnostno davčno obravnavo delniških opcij, zato je

konzervativna vlada s finančnim zakonom 1996 zmanjšala privlačnost odobrenih načrtov. Pogoji, ki veljajo sedaj, so naslednji: davčna ugodnost velja, če je bila zadnja izvršitev opcij v okviru odobrenega opcijskega načrta pred več kot tremi leti; opcije morajo biti neprenosljive ter izvršljive v ne prej kot treh letih in ne kasneje kot v desetih; izvršilna cena mora biti znana ob podelitvi; vrednost osnovnih delnic pa ne sme presegati 30.000 £. Za sprejem teh načrtov ni potrebno posebno soglasje delničarjev (Casson, 2000, str. 158-161).

Poleg obravnavanih opcijskih načrtov za menedžerje obstajajo tudi odobreni varčevalni načrti (angl. *approved savings-related share options schemes*) za zaposlene, s katerimi želi vlada krepiti širše notranje lastništvo podjetij. Predvidevajo enako obdavčitev kot načrti za menedžerje, vendar pa je lahko izvršilna cena do 20% nižja od trenutnega tečaja delnice. Na razpolago morajo biti vsem zaposlenim.

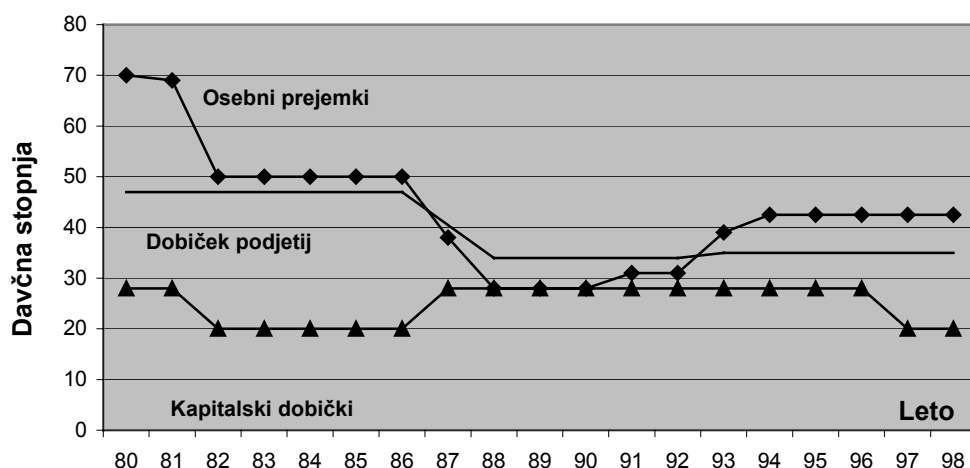
7.2.4. ZDA

Način obdavčenja delniških opcij je zapisan v Odseku 83 Davčnega zakonika (angl. *Internal Revenue Code*). Ta loči dve osnovni vrsti opcij: 1) opcije z določljivo pošteno vrednostjo in 2) tiste brez take lastnosti. Poštena vrednost je tržna cena opcij, če se z njimi trguje, ali pa izračunljiva poštena vrednost, če so izpolnjeni dodatni pogoji: prenosljivost, takojšnja izvršljivost in nikakršne izvršilne omejitve. Take opcije se obdavčijo ob podelitvi, kasnejši davčni učinki pa zadevajo le še dolgoročne kapitalske dobičke. Opcije brez določljive poštene vrednosti se obdavčijo šele ob izvršitvi, v obeh primerih pa velja simetrija (načelo korespondence): podjetje je upravičeno do odbitka davkov od dobička v tistem znesku, ki je del obdavčljivih prejemkov menedžerja (enaka sta tudi trenutka obdavčitve).

Zaradi pospeševanja lastništva menedžerjev so bili leta 1963 uzakonjeni kvalificirani opcijski načrti (angl. *qualified stock options, incentive stock options*), ki predvidevajo enako obdavčitev kot odobreni načrti v Veliki Britaniji. Podjetju ne pripada pravica do odbitka odhodkov pri izračunu davka od dobička, pravila pa zadevajo tako pogoje glede obnašanja menedžerja (dvoletna prepoved prodaje delnic od podelitve opcij oziroma enoletna od izvršitve opcij, nepretrgana zaposlitev pri podjetju do vsaj tri mesece pred izvršitvijo) kot tudi pogoje, ki jih mora izpolniti opcijski načrt. Odobriti ga morajo delničarji, določati pa mora največje mogoče število delnic in razrede upravičencev. Neprenosljive opcije morajo imeti ročnost, krajšo od deset let, menedžer pa ne sme lastiti več kot 10% osnovnega kapitala podjetja. Glavna omejitev se nanaša na opredelitev kvalificiranih opcij: opcije, ki postanejo v koledarskem letu prvič izvršljive in katerih tržna vrednost osnovnih delnic presega 100.000\$, se ne štejejo med kvalificirane (Casson, 2000, str. 162).

Pomembna so tudi določila Davčnega zakonika, ki zavirajo pretirano nagrajevanje štirih najbolj plačanih menedžerjev v podjetju (1993). Davčno priznani odhodki so tisti, ki so manjši od 1.000.000\$, razen če pomenijo plačilo po učinku. Merila za to so določitev ciljev uspešnosti od neodvisnega nagrajevalnega odbora, razkritje vseh bistvenih določil nagrajevanja delničarjem, soglasje delničarjev in zagotovilo nagrajevalnega odbora, da so bili cilji izpolnjeni. Cilji uspešnosti morajo biti nepristranski in negotovi, obstajati pa mora tudi nepristranska formula za izračun nagrade ob izpolnjevanju ciljev. Posebej za nagrajevanje z opcijami velja, da jih mora podeliti nagrajevalni odbor, sam načrt pa mora opredeliti največje število delnic, ki jih je mogoče pridobiti na podlagi izvršitve opcij. Če podjetje opcije izniči ali spremeni (zniža) izvršilno ceno, se opcije štejejo za novo izdane. Zakonodajalec je torej poleg nepristranskih ciljev uspešnosti upošteval pravila dobrega vladanja podjetjem in onemogočil kasnejše zlorabe nagrajevanja z opcijami (sprememba izvršilne cene).

Slika 7-1 Mejne stopnje davkov v ZDA od leta 1980



Vir: Hall, Liebman, 2000, str. 33.

Vrednost kvalificiranih načrtov je odvisna od razlike v efektivnih stopnjah davkov od prejemkov in kapitalskih dobičkov. Če je ta majhna, nimajo prednosti pred navadnimi načrti nagrajevanja z opcijami oziroma so navadni načrti zaradi davčno priznanih odhodkov na ravni podjetja celo privlačnejši od kvalificiranih (Casson, 2000, str. 180), še posebej ob dejstvu, da se skoraj samodejno štejejo med plačila po učinku.

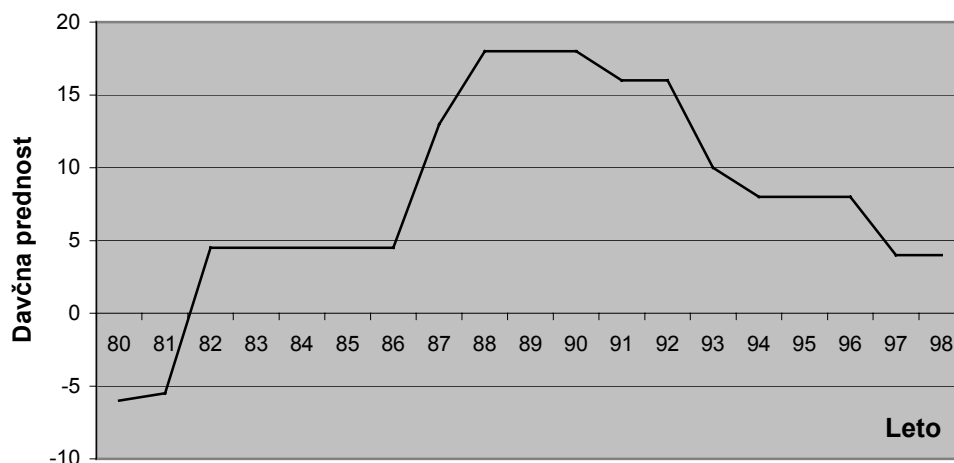
Prednosti ene oblike pred drugo je treba vedno opazovati s skupnega vidika: ob istih stroških podjetja se opazuje ugodnost za menedžerja. Zanj je kvalificirani načrt ugodnejši, saj je stopnja davka od osebnih prejemkov navadno višja od davčne stopnje od kapitalskih dobičkov, za podjetje pa je vedno ugodnejši navadni načrt nagrajevanja, ker omogoča znižanje osnove za davek od dobička. Podjetje je torej

ravnodušno med transferjem P v obliki navadnih opcij in $P(1-T_C)$ v obliki kvalificiranih opcij. Izplačilo iz kvalificiranih opcij bo večje, če velja:

$$P(1-T_P) > P(1-T_C)(1-T_{CG}) \quad \text{oziroma} \quad T_P - T_{CG} > T_C - T_C T_{CG}$$

pri čemer T_C stopnja davka od dobička, T_P stopnja davka od osebnih prejemkov, T_{CG} pa stopnja davka od kapitalskih dobičkov. Iz neenačbe izhaja, da mora biti razlika med omenjenima davčnima stopnjama dovolj velika, da odtehta višje davke od dobička v podjetju. Zaradi zelo različnih razmerij med tremi davčnimi stopnjami (Slika 7-1) je tudi sorazmerna davčna ugodnost v korist ene ali druge oblike doživljala dramatične preobrate: leta 1980, ko je bila mejna stopnja davka od osebnih prejemkov okoli 70%, je bila razlika v prid kvalificiranih načrtov 6%, do leta 1988 se je spremenila v zaostanek 18%, sedaj pa je ta okoli 4% (Slika 7-2).

Slika 7-2 Sorazmerna davčna ugodnost navadnih opsijskih načrtov v primerjavi s kvalificiranimi



Vir: Hall, Liebman, 2000, str. 36.

Hall in Liebman ugotavljata, da za velik razcvet delniških opcij v ZDA niso bile odločilne davčne spodbude, temveč izboljšano vladanje podjetjem in drugi dejavniki (Hall, Liebman, 2000, str. 27). Tudi raziskava Yermacka ni odkrila statistično značilne pozitivne povezave med velikostjo davčnih rezerv in obsegom podeljevanja opcij (Yermack, 1995, str. 259). Ta ugotovitev je pomembna tudi za Slovenijo, kjer se kot glavna ovira za uveljavljanje nagrajevanja z opcijami omenja omejevalna davčna politika države, hkrati pa se kot zgled navajajo druge države, predvsem ZDA, kjer država s preišljenimi davčnimi spodbudami pospešuje uvajanje opsijskih načrtov. Obravnava obdavčenja opcij v ZDA in Veliki Britaniji v tem poglavju je pokazala, da to ne drži v celoti, četudi obstaja v ZDA pomembna razlika – davčno priznavanje stroškov dela na ravni podjetja. Nakazal sem, da je tudi v Sloveniji mogoče davčno uveljavljati stroške dela, če se uporabijo navidezne opcije.

8. SKLEP

V nalogi sem preučeval smiselnost nagrajevanja menedžerjev z delniškimi opcijami pri uresničevanju temeljnega cilja delničarjev - maksimiranju dolgoročne donosnosti delnic. Nagrajevanje z delniškimi opcijami izvira iz ZDA, katerih upravljavska struktura je (bila) osnova za razvoj agencijske teorije: velika podjetja z množico razdrobljenih delničarjev, kjer lahko vrhnji menedžment, ne oziraje se na koristi lastnikov, izvaja svojo poslovno politiko. Ta se izraža v strategijah, ki z vidika dolgoročnih donosov delničarjev pogosto niso optimalne: vzdrževanje čezmerne likvidnosti, širjenje s prevzemi brez sinergijskih učinkov, premajhen obseg naložb, čezmerno nagrajevanje. V takih razmerah so delničarjem na razpolago instrumenti nadzora in zunanje omejitve svobodnega delovanja menedžerjev. V celinski Evropi je vladanje podjetjem drugačno. Vpliv kapitalskega trga je manjši, vpliv posameznikov in navzkrižnega lastništva pri upravljanju podjetij pa močnejši. Med cilji poslovanja podjetja so upoštevani cilji različnih vplivnih skupin podjetja, v Nemčiji je to celo predpisano z zakonom. Prav tam pa je v zadnjih petih letih narasel pomen zasnove vrednosti za delničarje in skupaj z njo nagrajevanja z delniškimi opcijami. Zato sem v nalogi povezal teoretična dognanja o delniških opcijah, ki so se razvila večinoma v ZDA, z izkušnjami pri vpeljavi delniških opcij v Nemčiji, kjer so ta dognanja upoštevali in ustrezno prilagodili domačim razmeram. Nemški opsijski načrti so brez dvoma bistveno bolj kakovostni od ameriških, zato jih kaže upoštevati tudi pri nas.

V Sloveniji je upravljavska struktura večplastna. Raziskave kažejo, da je vpliv ciljev zaposlenih na poslovanje še vedno precejšen, vendar menim, da z naraščanjem lastniških deležev pidov, menedžmenta in drugih posameznikov pri upravljanju podjetij kmalu ne bodo imeli večje teže. Precejšen del podjetij bo v rokah finančnih holdingov in posameznikov, ki bodo podjetja dejavno upravljali. V takih podjetjih torej ni mogoče govoriti o problemih agentov, temveč samo o problemu razlastitve malih delničarjev. Nagrajevanje po vrednosti podjetja tukaj nima učinka, saj je večji del vrednosti podjetja skrit v zasebnih koristih nadzora, ki pritekajo nadzornim delničarjem, in je donosnost delnic nizka. Problemi agenta se torej lahko pojavijo le v podjetjih, kjer: 1) menedžment ne more izvršiti odkupa podjetja, 2) ni prevladujočega položaja tujih lastnikov, 3) lastniški delež ni nakopičen pri posamezni finančni skupini. Tej opredelitvi ustrezajo velika podjetja, kjer so lastniki oba paradržavna sklada, nekateri pidi, menedžment in mali delničarji. Omenil sem nekatere primere navzkrižja ciljev menedžerjev in delničarjev v takih podjetjih, predvsem zadrževanje denarnega toka in širitev v nesorodne dejavnosti, vendar pa menim, da bo v splošnem to navzkrižje manjše z večanjem lastniškega deleža menedžerjev.

Pokazalo se je torej, da je smiselno o nagrajevanju menedžmenta po vrednosti podjetja pri nas razmišljati le v podjetjih z ustrezno upravljavsko sestavo. Osnovni pogoj za tako nagrajevanje pa je učinkovit kapitalski trg, kar poenostavljeno pomeni,

da se ustvarjanje (ali uničevanje) vrednosti v podjetju zrcali v donosnosti delnic. V ta namen sem raziskal gibanje donosnosti delnic redne kotacije Ljubljanske borze vrednostnih papirjev in prišel do zaključka, da se delnice opazovanih podjetij gibljejo precej sočasno oziroma da je mogoče s tržnimi gibanji pojasniti precejšen del variance donosnosti delnic posameznega podjetja. Raven obeh kazalcev Slovenijo uvršča za vsemi državami s tradicionalno močnim trgom kapitala, pa tudi za večino evropskih. Razlogi za tak položaj so lahko raznoliki, med njimi nizka likvidnost trga in obstoj zasebnih koristi nadzora, vsekakor pa velja, da trg kapitala ni posebno učinkovit pri vrednotenju (ne)uspešnosti poslovnih odločitev menedžmenta.

Po mojem mnenju zato pri nas delniških opcij ne kaže uporabljati kot motivacijski instrument na podlagi gibanja tečajev (donosnosti) delnic, saj nanje večinoma vplivajo splošne spremenljivke, manj pa delovanje menedžerjev. Delniške opcije pa je mogoče uporabiti kot instrument udeležbe pri dobičku (delničarjev), kjer pa je treba upoštevati naslednje:

- vrednost za delničarje je bila ustvarjena, če je uresničena donosnost delnic v obdobju od podelitve do izvršitve opcij višja ali enaka zahtevanim stroškom lastniškega kapitala, zato je tako zahtevo nujno upoštevati pri izvršilnih omejitvah ali izračunu izvršilne cene;
- iz prejšnje točke izhaja, da je bistvena celotna donosnost delnice, ne samo kapitalaska, zato je treba smiselno upoštevati izplačila dividend ter odkup lastnih delnic;
- zaradi omejenih motivacijskih učinkov delniških opcij je nagrajevanje z njimi za delničarje sorazmerno drago in neučinkovito – menedžerji bodo zahtevali visoko premijo za tveganje in zmanjšanje od nespremenljivih prejemkov, precej manjše od poštene vrednosti opcij; odbitek bo toliko manjši, kolikor višje bodo morebiti veljavne izvršilne omejitve (npr. tiste iz prve točke ali primerjava z indeksom);
- če menedžerji prejmejo delniške opcije dodatno k obstoječim nespremenljivim prejemkom, delničarji prelivajo del svojega premoženja k menedžerjem, zaradi neučinkovitosti trga kapitala pa sami ne bodo vedno nagrajeni v obliki višjih donosov; v takih primerih je v opsijski načrt koristno vključiti zahtevo po predhodnem nakupu delnic podjetja in njihovi nadaljnji hrambi – s tem se vsaj delno doseže uravnoteženje tveganja delničarjev in menedžerjev ter prepreči preveliko prevzemanje tveganja menedžerjev;
- delniške opcije je mogoče uporabiti kot motivacijski instrument, s tem da je pogoj za njihovo izvršitev doseganje ciljev na podlagi notranjih kazalnikov – obravnaval sem jih več, med novejšimi pa ima še najmanj pomanjkljivosti denarna dodana vrednost, pa tudi navadni računovodski dobiček ima pomen;
- indeksiranje izvršilne cene ali primerjava z indeksom kot del izvršilnih omejitev ne bo učinkovito zaradi sočasnega gibanja tečajev delnic; tako je sicer mogoče

preprečiti neupravičeno nagrajevanje, toda razmerje med motivacijskim učinkom in stroški za delničarje (gospodarnost nagrajevanja) bo manj ugodno

- podeljevanje opcij kaže urediti periodično ob točno določenih rokih – tako menedžerji ne morejo sami vplivati na trenutek podelitve in morda izbrati čas pred objavo ugodnih oziroma čas po objavi neugodnih notranjih informacij.

Tudi iz zadnje točke izhaja, da delniške opcije ne rešujejo samodejno problemov agenta, temveč njihova ustrezna uvedba zahteva dobro delovanje drugih instrumentov vladanja podjetjem, sicer postanejo pojavna oblika problemov agenta. V okviru obravnave računovodskih vidikov delniških opcij v Sloveniji sem ugotovil, da bo delničarjem izredno težko ovrednotiti vpliv nagrajevanja z opcijami na njihovo premoženje. To velja zlasti za motivacijske učinke opcij, stroški nagrajevanja pa so odvisni še od izbora pravne oblike opsijskega načrta in njegovega financiranja. Edina oblika financiranja, ki je pregledno zajeta tudi v računovodskih izkazih, so navidezne opcije. Tukaj so - zaradi ustreznega pripoznavanja dolgoročnih rezervacij - tekoče prikazani dejanski stroški, kar se ne zgodi pri financiranju s pogojnim povečanjem kapitala in odkupom lastnih delnic. Pri vrednotenju nagrajevanja z delniškimi opcijami z vidika delničarjev sem pokazal, da predhodni odkup lastnih delnic iz prostega denarnega toka povzroči največjo korist menedžerjem in hkrati največjo razvodenitev premoženja delničarjev, zato sem predlagal, da skupščinski sklep (če se podjetje odloči za tak način financiranja) določi dolg kot vir nakupa lastnih delnic.

Davčna ureditev v Sloveniji ne spodbuja uvajanja nagrajevanja z delniškimi opcijami v primerjavi z drugimi oblikami nagrad. Efektivno davčno breme je višje kot pri nagrajevanju s plačo, čemur pa se je mogoče izogniti z uporabo navideznih opcij. Menim, da so davčne obremenitve in prispevne stopnje v Slovenije sicer visoke, a ne vidim razloga, zakaj bi naj davčni sistem razlikoval med različnimi oblikami nagrad. Pregled tujih davčnih ureditev ni pokazal posebnih davčnih spodbud za nagrajevanje z opcijami. Razcvet delniških opcij v tujini velja pripisati predvsem pomanjkljivi računovodski obravnavi stroškov dela, kar je omogočilo podjetjem skoraj brez vednosti delničarjev prikazovati visoke dobičke ob sočasnih visokih nagradah menedžmenta.

Delniške opcije za nagrajevanje menedžerjev so izredno zapleten instrument, zlasti v slovenskih razmerah pa skrivajo veliko pasti. Njihova uporaba zahteva čvrsto vladanje podjetjem in dobro informirane ter izobražene delničarje. Vprašanje je, kolikšno motivacijsko vrednost za menedžerje še lahko ohranijo, če vsebujejo vsa omenjena varovala. Navidezne opcije so z več vidikov optimalna oblika nagrajevanja z delniškimi opcijami, vendar so na razpolago le zelo likvidnim podjetjem. Zato je pred uvedbo opcij smiselno razmisliti o nagrajevanju s pogojno dodeljenimi delnicami, s katerimi je mogoče dosežati sorodne motivacijske učinke, vendar je njihova raba preglednejša, tveganje obeh strani pa bolj uravnoteženo.

LITERATURA

1. Aboody David, Kasznik Ron: CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, 29(2000), str. 73-100.
2. Abowd John M. in Kaplan David S.: Executive Compensation: Six Questions That Need Answering. Working Paper 7124, National Bureau of Economic Research, Cambridge (MA) , May 1999. 35 str.
3. Achleitner Ann-Kristin in Wichels Daniel: Stock Option-Pläne als Vergütungsbestandteil wertorientierter Entlohnungssysteme, v Achleitner Ann-Kristin in Wollmert Peter (Hrsg.): Stock Options. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2000, str. 1-25.
4. Achleitner Ann-Kristin in Wollmert Peter (Hrsg.): Stock Options. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2000. 315 str.
5. Aggarwal Rajesh in Samwick Andrew A.: The Other Side of the Tradeoff: The Impact of Risk on Executive Compensation. *Journal of Political Economy*, Chicago, 107(1999), 1, str. 65-105.
6. Agrawal Anup in Mandelker Gershon: Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions, *Journal of Finance*, Columbus (OH), 42(1987), str. 823-837.
7. Baums Theodor: Corporate Governance in Germany - System and Current Developments. [URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=158038], 21.1.2002. 11 str.
8. Bassen Alexander: Die Einführung von Stock Options aus Aktionärssicht, v Achleitner Ann-Kristin in Wollmert Peter (Hrsg.): Stock Options. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2000, str. 279-296.
9. Bernhardt Wolfgang in Witt Peter: Stock Options und Shareholder Value. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Wiesbaden, 1997, 1, str. 85-101.
10. Bertoncej Mateja: Sava bo dobila 17 milijard tolarjev sveže gotovine. *Finance*, Ljubljana, 19. aprila 2002.
11. Bishop Matthew: Corporate Governance. *The Economist*, London, 29. januarja 1994, str. 3-18.
12. Black Fischer in Scholes Myron: The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, Chicago, (81)1973, str. 637-654.
13. Blanchard Olivier, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei: What Do Firms Do with Cash Windfalls? *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 36(1994), str. 337-360.
14. Bohinc Rado in Bainbridge Stephen M.: Corporate Governance in Post-Privatized Slovenia. [URL:http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=199548], 21.1.2002. 31 str.

15. Brickley James A., Bhagat Sanjai, Lease Ronald C.: The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, 7(1985), str. 115-129.
16. Brigham Eugene F. in Gapenski Louis C.: *Intermediate Financial Management*, 4th Edition. Orlando (FL): The Dryden Press, 1993. 1122 str.
17. Bühler Wolfgang in Siegert Theo (Hrsg.): *Unternehmenssteuerung und Anreizsysteme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1999. 320 str.
18. Carpenter Jennifer: The Exercise And Valuation of Executive Stock Options. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 48(1998), str. 127-158.
19. Casson Peter: *Company Share Options*. Chichester: John Wiley & Sons, 2000. 220 str.
20. Clotten Cornelius: *Management Stock Options – Grundsätzliche Überlegungen und das Modell des Dresdner Bank Konzerns*, v Pellens Bernhard (Hrsg): *Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1998, str. 101-113.
21. Cornell Bradford in Shapiro Alan: *Corporate Stakeholders and Corporate Finance*. *Financial Management*, Tampa (FL), (16)1987, str. 5-14.
22. Cox John C., Ross Stephen A., Rubinstein Mark: *Option Pricing: A Simplified Approach*. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 7(1979), str. 229-264.
23. Čok Mitja: Efektivno obdavčenje prejemkov managerjev, v Prašnikar Janez (ur.): *Poprivatezijsko obnašanje slovenskih podjetij*. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999, str. 299-312.
24. Dakič Jadranka: Delniške opcije – bi, ampak... *Finance*, Ljubljana, 11.6.2001.
25. Dakič Jadranka in Debeljak Žiga: Nagrajevanje managerjev z delniškimi opcijami, v Prašnikar Janez (ur.): *Poprivatezijsko obnašanje slovenskih podjetij*. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999, str. 313-323.
26. DeFusco Richard A., Johnson R. R., Zorn Thomas S.: The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders. *Journal of Finance*, Columbus (OH), 45(1990), str. 617-628.
27. Dodd Peter in Warner Jerold B.: On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 1983, str. 401-438.
28. Durnev Artyom, Morck Randall, Yeung Bernard: *Capital Markets and Capital Allocation: Implications for Economies in Transition*. [URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=293972], 22.1.2001. 59 str.
29. Dyck Alexander, Zingales Luigi: *Private Benefits of Control: An International Comparison*. Working Paper 8711, National Bureau of Economic Research, Cambridge (MA), January 2002. 58 str.

30. Fama Eugene: Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, Chicago, 1980, str. 288-307.
31. Fama Eugene in Jensen Michael C.: Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, Chicago, 1983, str. 327-349.
32. Fernandez Pablo: A Definition of Shareholder Value Creation. Working Paper, IESE Business School, Barcelona, April 2001. 11 str.
33. Fernandez Pablo: EVA, Economic Profit and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation. Working Paper, IESE Business School, Barcelona, May 2001(a). 18 str.
34. Gray Cheryl W. in Hanson Rebecca J.: Corporate Governance in Central and Eastern Europe. Working Paper Series 1182, World Bank, Washington DC, September 1993, 30 str.
35. Figlewski Stephen: *Theoretical Valuation Models*, v Figlewski Stephen, Silber William L., Subrahmanyam Marti G.: *Financial Options: From Theory to Practice*. Chicago: IRWIN, 1990, str. 77-134.
36. Hall Brian J. in Liebman Jeffrey B.: The Taxation of Executive Compensation. Working Paper 7596, National Bureau of Economic Research, Cambridge (MA), March 2000. 30 str.
37. Hall Brian J. in Murphy Kevin J.: Optimal Exercise Price for Executive Stock Options. *American Economic Review*, Princeton (NJ), 90(2000), 2, str. 209-214.
38. Hall Brian J.: The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options. Working Paper 6674, National Bureau of Economic Research, Cambridge (MA), August 1998. 31 str.
39. Hayn Marc, Ostheim Stefan, Sulzbach Klaus: Optionsorientierte Vergütungssysteme in der Unternehmensbewertung, v Achleitner Ann-Kristin in Wollmert Peter (Hrsg.): *Stock Options*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2000, str. 233-258.
40. Herzig Norbert: Steuerliche und bilanzielle Probleme bei Stock Options, v Bühler Wolfgang in Siegert Theo (Hrsg.): *Unternehmenssteuerung und Anreizsysteme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1999, str 279-311.
41. Herzig Norbert: Steuerliche Konsequenzen von Aktienoptionsplänen, v Pellens Bernhard (Hrsg): *Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1998, str. 161-191.
42. Hočevar Borut: Vse bolj jasni obrisi »holdinga Slovenija«. *Finance*, Ljubljana, 13. maja 2002.
43. Höpner Martin: Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany. Working Paper, Max Planck Institute for the Study of Societies, Köln, October 2001. 38 str.
44. Hubbard Glenn R. in Palia Darius: Benefits of Control, Managerial Ownership, and the Stock Returns of Acquiring Firms. Working Paper 5079, National Bureau of Economic Research, Cambridge (MA), April 1995. 24 str.

45. Hutton Will: Stakeholder Capitalism, v Rutterford Janette (ed.): Financial Strategy. Chichester: John Wiley & Sons, 1998, str. 315-320.
46. Jacobs Otto H. in Portner Rosemarie : Die steuerliche Behandlung von Stock Option-Plans in Deutschland, v Achleitner Ann-Kristin in Wollmert Peter (Hrsg.): Stock Options. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2000, str. 173-211.
47. Jensen Michael C.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review, Princeton (NJ), 76(1986), str. 323-329.
48. Jensen Michael C. in Murphy Kevin J.: CEO Incentives-It's Not How Much You Pay, But How. Harvard Business Review, Cambridge (MA), 3(1990), May-June, str. 138-153.
49. Johnson Simon, et al.: Tunneling. Discussion Paper 1887, Harvard Institute of Economic Research, Cambridge (MA), January 2000. 13 str.
50. Kaplan Robert S. in Norton David P.: The Balanced Scorecard: Measures That Drive Performance, v Rutterford Janette (ed.): Financial Strategy. Chichester: John Wiley & Sons, 1998, str. 280-290.
51. Kleindienst Robert: V krempljih sistema iluzij. Finance, Ljubljana, 18. marca 2002.
52. Klepec Jure: Vpliv uprave na tečaj delnice? Finance, Ljubljana, 9. aprila 2002.
53. Kramarsch Michael: Aktienbasierte Managementvergütung. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2000. 247 str.
54. Krašovec Tone: Dobra nagrada za večja tveganja. Finance, Ljubljana, 5.1.2001.
55. Krašovec Tone: Opcije in davki. Finance, Ljubljana, 30.3.2001b.
56. La Porta Rafael, et al.: Investor Protection and Corporate Governance. [URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908], 15.7.2000. 37 str.
57. La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei: Corporate Ownership Around the World. Journal of Finance, Columbus (OH), 54(1999), str. 471-517.
58. Löwe Claus in Sieber Ulrich D.: Erfahrungen mit dem Einsatz von Stock Option-Plänen, v Achleitner Ann-Kristin in Wollmert Peter (Hrsg.): Stock Options. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2000, str. 47-60.
59. Lukovac Jovan: Nadzor nad podjetji po lastninjenju - razmerja med notranjimi in zunanjimi delničarji. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, marec 1996. 105 str.
60. Marcus Alan J. in Kulatilaka Nalin: Valuing Employee Stock Options. Financial Analyst Journal 50(1994), str. 46-56.
61. Mastnak Simon: Tržne raziskave ljubljanske borze. Finance, Ljubljana, 18. marca 2002.
62. Milkovich George T. in Newman Jerry M.: Compensation, 5th Edition. Chicago: Irwin, 1996. 716 str.

63. Morck Randall, Shleifer Andrei, Vishny Robert: Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 1988, str. 293-315.
64. Morck Randall, Shleifer Andrei, Vishny Robert: Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *Journal of Finance*, Columbus (OH), 45(1990), 1, str. 31-48.
65. Mramor Dušan in Valentinčič Aljoša: When Maximizing Shareholders' Wealth Is Not the Only Choice. [URL:http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=258269], 18.2.2002. 15 str.
66. Mramor Dušan, Groznik Peter, Valentinčič Aljoša: Stanje in dileme poslovnih financ v Sloveniji, v Prašnikar Janez (ur.): Poprivatezijsko obnašanje slovenskih podjetij. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999, str. 221-248.
67. Murphy Kevin J.: Executive Compensation, v Ashenfelter Orley in Card David (eds.): *Handbook of Labor Economics*, Vol. III. Amsterdam: North Holland, 1999, str. 2485-2525.
68. Ofek Eli in Yermack David: Taking Stock: Does Equity Based Compensation Increase Managers' Ownership? Working Paper #CLB-98-014, New York University, Center for Law and Business, New York, November 1997. 26 str.
69. Ott Markus: Mitarbeiterbeteiligung und Aktienoptionen im Lufthansa Konzern, v Pellens Bernhard (Hrsg): *Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1998, str. 115-124.
70. Pellens Bernhard (Hrsg): *Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1998. 191 str.
71. Pellens Bernhard in Crasselt Nils: Aktienkursorientierte Entlohnungssysteme im Jahresabschluss, v Pellens Bernhard (Hrsg): *Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1998, str. 125-159.
72. Pellens Bernhard in Crasselt Nils: Bilanzierung virtueller Aktienprogramme aus finanzwirtschaftlicher Sicht, v Achleitner Ann-Kristin in Wollmert Peter (Hrsg.): *Stock Options*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2000, str. 153-171.
73. Perry Tod in Zenner Mark: CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment Or Shareholder Expropriation. [URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=205588], 18.2.2002. 37 str.
74. Prašnikar Janez in Gregorič Aleksandra.: Delavska participacija v slovenskih podjetjih – deset let kasneje, v Prašnikar Janez (ur.): Poprivatezijsko obnašanje slovenskih podjetij. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999, str. 27-55.
75. Prašnikar Janez, Domadenik Polona, Svejnar Jan.: Prestrukturiranje slovenskih podjetij v poprivatezijskem obdobju, v Prašnikar Janez (ur.): Poprivatezijsko obnašanje slovenskih podjetij. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999, str. 251-271.
76. Prašnikar Janez, et al.: Tveganje in managerske spodbude v obdobju prehoda v tržno gospodarstvo: primer slovenskih podjetij, v Prašnikar Janez (ur.): Poprivatezijsko obnašanje slovenskih podjetij. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999, str. 273-296.

77. Rappaport Alfred: *Creating Shareholder Value*, 2nd Edition. New York: The Free Press, 1998. 205 str.
78. Rappaport Alfred: *New Thinking on How to Link Executive Pay With Performance*. Harvard Business Review, Cambridge (MA), 77(1999), 2, str. 91-101.
79. Ribnikar Ivan: *Prestrukturiranje finančnih posrednikov in (nastajajočih) finančnih trgov*, v Prašnikar Janez (ur.): *Poprivatezijsko obnašanje slovenskih podjetij*. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999, str. 11-26.
80. Rubinstein Mark: *On the Accounting Valuation of Employee Stock Options*. The Journal of Derivatives, New York, 3(1995), str. 8-24.
81. Samuelson Paul: *Gniloba v ameriškem vodenju podjetij*. Finance, Ljubljana, 24.7.2002.
82. Schmidt Reinhard in Maßmann Jens: *Drei Mißverständnisse zum Thema "Shareholder Value" v Kumar Brij, et al. (Hrsg.): Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1999, str. 125-157.
83. Schwarz-Schütte Patrick: *Anreizsysteme als Schlichtungsregel zwischen Anteilseignern und Management*, v Bühler Wolfgang in Siegert Theo (Hrsg.): *Unternehmenssteuerung und Anreizsysteme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1999, str 79-86.
84. Schwetzler Bernhard: *Shareholder Value Konzept, Managementanreize und Stock Options Plans*. HHL Arbeitspapier 17, Handelshochschule, Leipzig, 1998. 31 str.
85. Siegert Theo: *Humankapital: Erfolgsmessung und Partizipation*, v Bühler Wolfgang in Siegert Theo (Hrsg.): *Unternehmenssteuerung und Anreizsysteme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1999, str 207-241.
86. Sloan Richard G.: *Using Earnings and Free Cash Flow to Evaluate Corporate Performance*, v Rutterford Janette (ed.): *Financial Strategy*. Chichester: John Wiley & Sons, 1998, str. 225-237.
87. Speckbacher Gerhard: *Shareholder Value und Stakeholder Ansatz*. Die Betriebswirtschaft, Stuttgart, 1997, 5, str. 630-639.
88. Stelter Daniel: *Wertorientierte Anreizsysteme*, v Bühler Wolfgang in Siegert Theo (Hrsg.): *Unternehmenssteuerung und Anreizsysteme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1999, str 207-241.
89. Stulz Rene M.: *Managerial Control of Voting Rights*. Journal of Financial Economics, Amsterdam, (20)1988, str. 25-54.
90. Stulz Rene M.: *Rethinking Risk Management*, v Rutterford Janette (ed.): *Financial Strategy*. Chichester: John Wiley & Sons, 1998, str. 199-217.
91. Stulz Rene M.: *What's Wrong with Modern Capital Budgeting?* Dice Center Working Paper 99-8, Ohio State University, Columbus (OH), June 1999. 10 str.
92. Šešok Klemen: *Nagrajevanje uprave in nadzornega sveta*. Finance, Ljubljana, 17.7.2002.

93. Štajner Matjaž: Strateški svet pokazal vladi pot iz razvojne krize. Finance, Ljubljana, 28. marca 2002.
94. Toplak Simona: Pidovske holdinge pod strog nadzor. Finance, Ljubljana, 20. maja 2002.
95. Trenkwalder Verena in Tumpel Michael (Hrsg.): Stock Options, SWK Sonderheft. Steuer- und Wirtschaftskartei, Wien, 76(2001), 4, str. 1-96.
96. Weber Max: Formen und Ausgestaltungsmöglichkeiten von Stock Options in der internationalen Praxis, v Achleitner Ann-Kristin in Wollmert Peter (Hrsg.): Stock Options. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2000, str. 27-46.
97. Weston Fred J., Chung Kwang S., Hoag Susan E.: Mergers, Restructuring, and Corporate Control. Englewood Cliffs (NJ): Prentice Hall, 1990. 762 str.
98. Winter Stefan: Optionsprogramme in Deutschland. Ergebnisbericht des Forschungsprojektes. Würzburg, 1999, 189 str.
99. Yermack David: Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively? Journal of Financial Economics, Amsterdam, 39(1995), 2-3, str. 237-269.
100. Yermack David: Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. Journal of Finance, Columbus (OH), 52(1997), str. 449-476.
101. Župan Nada: Nagradite uspešne. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2001. 304 str.

VIRI

1. brez avtorja: Ljubljanska borza ima vlogo. Delo, Ljubljana, 20. maja 2001.
2. brez avtorja: Vroče pidovske delnice. Delo, Ljubljana, 20. februarja 2002.
3. brez avtorja: Dobro obveščeni pravijo: Ali podpirate prihod Telekoma na borzo pred privatizacijo? Finance, Ljubljana, 18. marca 2002.
4. brez avtorja: Izmuzljivo insiderstvo. Delo, Ljubljana, 24. maja 2002.
5. Mednarodni računovodski standardi 2001. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2001. 1357 str.
6. Mnenja in stališča Ministrstva za finance Republike Slovenije.
7. Slovenski računovodski standardi 2001. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 2002. 319 str.
8. Zakon o davku na izplačane plače (Uradni list RS, št. 34/1996, 31/1997, 109/2001).
9. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 72/1993, 20/1995, 18/1996, 34/1996, 82/1997 Odl.US: U-I-296/95, 27/1998 Odl.US: U-I-81/96, 1/2000 Odl.US: U-I-332/97).
10. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 34/1991-I, 71/1993 (2/1994 - popr.), 1/1995 Odl.US: U-I-77/94-12, 2/1995 Odl.US: U-I-77/94-12, 7/1995, 11/1995, 11/1996, 14/1996 Odl.US: U-I-62/95, 18/1996, 44/1996, 68/1996 Odl.US: U-I-19/94, 10/1997, 82/1997 Odl.US: U-I-296/95, 87/1997, 13/1998, 1/1999, 11/1999, 36/1999 Odl.US: U-I-10/98, 15/2000).
11. Zakon o gospodarskih družbah (vključno z novelo ZGD-F). Uvodna pojasnila Marijan Kocbek. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2001. 476 str.
12. Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju (Uradni list RS, št. 42/1993, 61/2000 Odl.US: U-I-302/97, 56/2001).
13. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS 56/99).

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

Aktiengesetz = nemški Zakon o delnicah

Aktienoptionengesetz = avstrijski Zakon o delniških opcijah

approved savings-related share options schemes = uradno odobreni varčevalni opcijski načrti za zaposlene v Angliji

approved schemes = uradno odobreni opcijski načrti v Angliji, kjer je obdavčen samo kapitalski dobiček od prodaje pridobljenih delnic

at the money options = opcije, pri katerih je izvršilna cena enaka trenutnemu tečaju delnic

benchmarking = primerjava z nekom ali nečim, ki pomeni zgled

benefits = ugodnosti; del nedenarnih nagrad menedžerjem, npr. dodatno zavarovanje

block periods = obdobja po koncu dobe neizvršljivosti, ko opcij ni mogoče izvršiti

Bundesfinanzhof = nemška Zvezna davčna uprava

call options = opcije za nakup delnic podjetja po vnaprej določeni izvršilni ceni

capital rationing = omejevanje naložb pod mejo, ki jo določa merilo NPV

cash flow return on investment = denarna donosnost vložnega kapitala

cash settlement = ob izvršitvi opcij denarno izplačilo razlike med trenutnim tečajem delnice in izvršilno ceno namesto izročitve (prodaje) delnic po izvršilni ceni

cash value added = denarna dodana vrednost

cashless exercise = izplačilo dobička iz opcij po davkih v obliki delnic podjetja

change-in-control provisions = določila opcijskih načrtov, ki zadevajo statusne spremembe podjetja

cliff vesting = moratorij na izvršljivost opcij, ki velja za vse opcije

constant risk aversion = linearna odvisnost med premijo za tveganje in tveganjem

corporate governance discount = nižja tržna cena delnice zaradi obstoja nadzornega delničarja ali problemov agenta

corporate risk = spremenljivost pričakovanih denarnih tokov celotnega podjetja brez upoštevanja učinkov razpršitve

discounted cash flow = diskontirani prosti denarni tok

double trigger = dodatni pogoj za takojšnjo izvršljivost vseh delniških opcij menedžerja ob statusnih spremembah podjetja, in sicer neposredna prizadetost menedžerja

duty of care = načelo skrbnosti dobrega gospodarja

economic profit = ekonomski dobiček

economic value added = ekonomska dodana vrednost

entrenchment = obramba menedžerjev pred prevzemi z namenom ohranitve položaja

equity-swap = zamenjava denarnih donosov neke delnice za donose drugega vrednostnega papirja

ex-post settling up = poznejši popravki višine nagrad menedžerjev na podlagi dosežkov pri vodenju podjetja

flow-to-equity = prosti denarni tok, ki priteka samo delničarjem

free cash flow = prosti denarni tok

front loading = takojšnja podelitev vseh delniških opcij, ki se nanašajo na nagrade več let

greenmail = odkup paketa delnic od mogočega prevzemnika po ceni, višji od tržne

hurdles = cilji, ki jih mora doseči menedžer, preden lahko izvrši opcije

incentive stock options gl. *qualified stock options*

increasing risk aversion = naraščajoča odvisnost med premijo za tveganje in tveganjem

Internal Revenue Code = ameriški Davčni zakonik

Kapitalmarktöffensivgesetz = avstrijski Zakon o pospeševanju kapitalskega trga

long-term incentives = nagrade menedžerjev na podlagi dolgoročnih dosežkov podjetja

market value added = tržna dodana vrednost

net operating profit after taxes = dobiček od poslovanja po davkih

option swaps = zamenjava opcij se *ne splača* za opcije se *splača* ali opcije *at-the-money*

outperformance options = delniške opcije, katerih izvršilne omejitve ali izvršilna cena so vezane na dosežke drugih podjetij, dejavnosti ali trga

performance index = indeks delnic, ki vključuje poleg tečajnih gibanj tudi izplačane dividende in druge gmotne pravice

perks (skrajšano od *perquisites*) = dodatne ugodnosti, ki so običajni sestavni del nagrad menedžerjem, npr. službeni avtomobil

private benefits of control = zasebne koristi nadzora, ki pritekajo samo večinskemu (nadzornemu) delničarju

profit after taxes = dobiček po davkih iz dobička

proxy contest = poskus skupine delničarjev, pridobiti sedež v upravnem odboru ameriških delniških družb

qualified stock options = kvalificirani opcijski načrti v ZDA, ki predvidevajo ugodno obdavčitev na strani menedžerja

ratable vesting = različna obdobja neizvršljivosti za posamezne obroke opcij

reload options = opcije, izdane kot nadomestilo za prodane delnice iz prejšnjih opcijskih načrtov

repricing = poznejše znižanje prvotne izvršilne cene zaradi občutnega padca tečaja delnice

residual claims = terjatev delničarjev do preostanka denarnih tokov oziroma premoženja podjetja ob stečaju ali likvidaciji podjetja

return on assets = dobičkonosnost sredstev

return on equity = dobičkonosnost lastniškega kapitala

return on sales = dobičkonosnost prodaje

risk-adjusted equivalent = gotovi znesek, ki ga je menedžer voljan sprejeti kot nadomestilo za pričakovano (višjo) vrednost tveganega denarnega toka

self-dealing = zloraba položaja nadzornega delničarja za doseg lastnih ciljev na račun ostalih delničarjev

share settlement = izročitev delnic ob izvršitvi opcij v zameno za plačilo izvršilne cene

single trigger = takojšnja brezpogojna izvršljivost vseh delniških opcij menedžerja ob statusni spremembi podjetja

Sperrfrist gl. *vesting period*

stand-alone risk = spremenljivost pričakovanih denarnih tokov projekta

stock appreciation rights = navidezne opcije

stock options plan = načrt podeljevanja delniških opcij

stock repurchase = odkup lastnih delnic podjetja

targets gl. *hurdles*

trading windows = obdobja, ko je mogoče izvršiti opcije oziroma prodati na podlagi opcij pridobljene delnice

true and fair view = resnična in poštena slika, osnovno načelo MRS

tunnelling gl. *self-dealing*

vesting period = moratorij oziroma obdobje neizvršljivosti opcij

warrant = nakupni bon za nakup delnic podjetja, ki jih izda podjetje samo

windfall profits = visok dobiček iz delniških opcij, ki ni zasluga menedžerja

within-firm risk = vpliv projekta na spremenljivost pričakovanih denarnih tokov celotnega podjetja

KAZALO TABEL V PRILOGI

Tabela 1	Izdaja lastnih delnic.....	1
Tabela 2	Varovanje navideznih opcij z nakupom opcij na kapitalskem trgu.....	1
Tabela 3	Nakup in izdaja lastnih delnic.....	2
Tabela 4	Povečanje osnovnega kapitala.....	2
Tabela 5	Nakup opcij na kapitalskem trgu.....	3

PRILOGA Zgledi knjiženj

Tabela 1 Izdaja lastnih delnic

	Leto 0	Leto 1	Leto 2	Leto 3	Leto 4	Leto 5
Tečaj	100	113,5	116	120	119	136
Vrednost opcije	36	42	39	36	28	36
Notranja vrednost	0	13,5	16	20	19	36
Denar						100 – 136
Stroški dela		13,5	2,5	4	-	17
Stanje dolgoročnih rezervacij		13,5	16	20	19	36 – 36
Finančni prihodki					1	
Kapitalske rezerve						80 - 80
Lastne delnice ¹						20 - 20

IZKAZ USPEHA (SRS 25.5)
Čisti prihodki od prodaje
...
- Stroški dela
...
- Finančni prihodki
...
Čisti dobiček poslovnega leta

BILANCA STANJA (SRS 24.8)	
Sredstva	Obveznosti do virov
A. Stalna sredstva	A. Kapital
III. Dolgoročne finančne naložbe	I. Vpoklicani kapital
7. Lastni deleži	1. Osnovni kapital
B. Gibljiva sredstva	II. Kapitalske rezerve
IV. Denarni ustrezniki	B. Dolgoročne rezervacije
C. Aktivne časovne razmejitev	C. Finančne in poslovne obveznosti
	D. Pasivne časovne razmejitev

Opomba: ¹Predvidel sem nominalno vrednost lastnih delnic v višini 20.

Vir: SRS in lastna analiza.

Tabela 2 Varovanje navideznih opcij z nakupom opcij na kapitalskem trgu

	Leto 0	Leto 1	Leto 2	Leto 3	Leto 4	Leto 5
Tečaj	100	113,5	116	120	119	136
Vrednost opcije	36	42	39	36	28	36
Notranja vrednost	0	13,5	16	20	19	36
Denar	-36					36 - 36
Stroški dela		12	12	12	0	0
Stanje dolg. rezerv.		13,5	16	20	19	36 - 36
Dolgoročno odloženi stroški	36	24	12	0	0	0
Dolgoročne finančne naložbe	36 - 36	13,5	16	20	19	36 - 36
Finančni prihodki (opcije)		13,5	2,5	4	-1	17
Finančni odhodki (dolg. rezervacije)		13,5	2,5	4	-1	17

IZKAZ USPEHA (SRS 25.5)
Čisti prihodki od prodaje
...
- Stroški dela
...
+ Finančni prihodki
- Finančni odhodki
...
Čisti dobiček poslovnega leta

BILANCA STANJA (SRS 24.8)	
Sredstva	Obveznosti do virov
A. Stalna sredstva	A. Kapital
I. Neopredmetena dolg. sredstva	B. Dolgoročne rezervacije
1. Dolgoročno odloženi stroški	C. Finančne in poslovne obveznosti
III. Dolgoročne finančne naložbe	D. Pasivne časovne razmejitev
B. Gibljiva sredstva	
IV. Denarni ustrezniki	
C. Aktivne časovne razmejitev	

Vir: SRS in lastna analiza.

Tabela 3 Nakup in izdaja lastnih delnic

	Leto 0	Leto 1	Leto 2	Leto 3	Leto 4	Leto 5
Tečaj	100	113,5	116	120	119	136
Vrednost opcije	36	42	39	36	28	36
Notranja vrednost	0	13,5	16	20	19	36
Denar ¹	-100					100
Kapitalske rezerve	80					-80
Lastne delnice ¹	20					-20
Finančne obveznosti	100					-100
Finančni odhodki		6	6	6	6	6

IZKAZ USPEHA (SRS 25.5)	
Čisti prihodki od prodaje	
- Finančni odhodki	
Čisti dobiček poslovnega leta	

BILANCA STANJA (SRS 24.8)	
Sredstva	Obveznosti do virov
A. Stalna sredstva	A. Kapital
III. Dolgoročne finančne naložbe	I. Vpoklicani kapital
7. Lastni deleži	1. Osnovni kapital
B. Gibljiva sredstva	II. Kapitalske rezerve
IV. Denarni ustrezniki	B. Dolgoročne rezervacije
C. Aktivne časovne razmejitve	C. Finančne in poslovne obveznosti
	D. Pasivne časovne razmejitve

Opomba: ¹Predvidel sem nominalno vrednost lastnih delnic v višini 20 in nakup po izvršilni ceni.

Vir: SRS in lastna analiza.

Tabela 4 Povečanje osnovnega kapitala

	Leto 0	Leto 1	Leto 2	Leto 3	Leto 4	Leto 5
Tečaj	100	113,5	116	120	119	136
Vrednost opcije	36	42	39	36	28	36
Notranja vrednost	0	13,5	16	20	19	36
Denar ¹						100
Osnovni kapital ¹						20
Kapitalske rezerve						80

IZKAZ USPEHA (SRS 25.5)	
Čisti prihodki od prodaje	
Čisti dobiček poslovnega leta	

BILANCA STANJA (SRS 24.8)	
Sredstva	Obveznosti do virov
A. Stalna sredstva	A. Kapital
B. Gibljiva sredstva	I. Vpoklicani kapital
IV. Denarni ustrezniki	1. Osnovni kapital
C. Aktivne časovne razmejitve	II. Kapitalske rezerve
	B. Dolgoročne rezervacije
	C. Finančne in poslovne obveznosti
	D. Pasivne časovne razmejitve

Opomba: ¹Predvidel sem nominalno vrednost lastnih delnic v višini 20 in nakup po izvršilni ceni.

Vir: SRS in lastna analiza.

Tabela 5 Nakup opcij na kapitalskem trgu

	Leto 0	Leto 1	Leto 2	Leto 3	Leto 4	Leto 5
Tečaj	100	113,5	116	120	119	136
Vrednost opcije	36	42	39	36	28	36
Notranja vrednost	0	13,5	16	20	19	36
Denar	-36					
Stroški dela		12	12	12	0	0
Dolgoročno odloženi stroški	36	24	12	0	0	0

IZKAZ USPEHA (SRS 25.5)	
Čisti prihodki od prodaje	
- Stroški dela	
...	
Čisti dobiček poslovnega leta	

BILANCA STANJA (SRS 24.8)	
Sredstva	Obveznosti do virov
A. Stalna sredstva	A. Kapital
I. Neopredmetena dolg. sredstva	B. Dolgoročne rezervacije
1. Dolgoročno odloženi stroški	C. Finančne in poslovne obveznosti
B. Gibljiva sredstva	D. Pasivne časovne razmejitve
IV. Denarni ustrezniki	
C. Aktivne časovne razmejitve	

Vir: SRS in lastna analiza.