

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA NAGRAJEVANJA MANAGERJEV V DRŽAVNIH  
PODJETJIH**

Ljubljana, november 2016

NATAŠA ČOBANOVIĆ

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Nataša Čobanović, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Analiza nagrajevanja managerjev v državnih podjetjih, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Sergejo Slapničar

### IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 21.11.2016

Podpis študentke:

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>3</b>
<b>1 TEORETIČNA OPREDELITEV NAGRAJEVANJA MANAGERJEV V DRŽAVNIH DRUŽBAH</b> .....	<b>5</b>
1.1 Management in teorija zastopništva .....	7
1.2 Dejavniki nagrajevanja managerjev .....	9
1.3 Pretekle raziskave nagrajevanja v državnih podjetjih v Sloveniji .....	11
<b>2 PRAVNI OKVIR IN PRIPOROČILA GLEDE PREJEMKOV MANAGERJEV V SLOVENIJI</b> .....	<b>11</b>
2.1 Zakon o gospodarskih družbah .....	12
2.2 Zakon o prejemkih poslovnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti Republike Slovenije in samoupravnih lokalnih skupnosti .....	13
2.3 Zakon o dodatnem davku od dohodkov članov poslovdstev in nadzornih organov v času finančne in gospodarske krize .....	16
2.4 Zakon o Slovenskem državnem holdingu .....	17
2.5 Priporočila za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev .....	19
2.6 Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah .....	20
2.6 Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države .....	23
<b>3 ANALIZA PREJEMKOV MANAGERJEV V SLOVENSkih DRŽAVNIH DRUŽBAH</b> .....	<b>27</b>
3.1 Hipoteze .....	27
3.2 Vzorec in podatki .....	28
3.3 Metoda .....	30
3.4 Opisni rezultati .....	31
3.4.1 Prejemki managerjev .....	32
3.4.2 Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave v primerjavi s povprečno plačo na zaposlenega .....	38
3.4.3 Prejemki managerjev po panogah .....	42
3.4.4 Prejemki managerjev glede na velikost podjetja .....	44
<b>4 PREVERJANJE MODELA</b> .....	<b>45</b>
4.1 Opis spremenljivk .....	45
4.2 Rezultati ocene modela .....	46
<b>SKLEP</b> .....	<b>50</b>
<b>LITERATURA IN VIRI</b> .....	<b>55</b>

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Razvrščanje družb po velikosti in kompleksnosti poslovanja.....	21
Tabela 2: Razponi osnovnih plač po stopnjah zahtevnosti vodenja družbe.....	21
Tabela 3: Družbe v vzorcu s pripadajočim državnim deležem .....	29
Tabela 4: Povprečno število zaposlenih po letih v družbah v vzorcu .....	32
Tabela 5: Število družb s poimenskimi razkritji bruto prejemkov uprav v letih 2008-2014 .....	33
Tabela 6: Število družb v vzorcu z razkritji po posameznih vrstah prejemkov uprav po letih v obdobju 2008–2014 .....	34
Tabela 7: Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave in povprečna letna bruto plača na zaposlenega v družbah z manjšinskim državnim deležem .....	39
Tabela 8: Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave in povprečna letna bruto plača na zaposlenega v družbah v večinski državni lasti .....	40
Tabela 9: Povprečni mnogokratnik bruto prejemka na člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo .....	43
Tabela 10: Korelacije med spremenljivkami za obdobje 2008–2014 .....	47
Tabela 11: Rezultati regresijske analize za obdobje 2008-2014 .....	47

## KAZALO SLIK

Slika 1: Vpliv države na podjetja preko političnih in ekonomskih dejavnikov .....	6
Slika 2: Število družb zajetih v vzorec po letih.....	29
Slika 3: Število družb v posameznih panogah .....	31
Slika 4: Delež družb v vzorcu z razkritji po posameznih vrstah prejemkov uprav po letih v obdobju 2008–2014 .....	34
Slika 5: Sestava prejemkov managerjev po posameznih vrstah prejemkov v družbah z manjšinskim deležem države .....	35
Slika 6: Sestava prejemkov managerjev po posameznih vrstah v družbah z večinskim državnim deležem .....	36
Slika 7: Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave v družbah z manjšinskim državnim deležem .....	37
Slika 8: Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave v družbah z večinskim državnim deležem .....	38
Slika 9: Povprečni bruto mnogokratnik prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo v družbah z manjšinskim državnim deležem .....	39
Slika 10: Povprečni bruto mnogokratnik prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo v družbah z večinskim državnim deležem.....	41
Slika 11: Povprečni letni bruto mnogokratnik prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo v družbah z večinskim in manjšinskim državnim deležem.....	41
Slika 12: Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave po panogah .....	42

Slika 13: Povprečni mnogokratnik bruto prejema na člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo po panogah .....	44
Slika 14: Povprečni prejemki na managerja glede na velikost podjetja .....	44
Slika 15: Povprečni prejemki na managerja glede na velikost podjetja in državno lastništvo .....	45



## UVOD

**Relevantnost in pomen magistrskega dela.** Vse odločitve v poslovnem svetu, ki so povezane z besedo državno, že vseskozi povzročajo veliko polemik o tem, kaj je prav in kaj ne. Ne samo v Sloveniji, tudi drugod po svetu ravno problematika nagrajevanja managerjev povzroča veliko razprav, saj so nagrade le-teh v zadnjih dveh desetletjih strmo naraščale. Zupanova (2001) pravi, da poslušamo predvsem o previsokih plačah in razmerjih med njimi, kar se zdi še posebej problematično zaradi velikega števila brezposelnih in padanja življenjske ravni pri mnogih prebivalcih Slovenije, kar naj bi poglobljalo nezaupanje med managementom in drugimi zaposlenimi, ter ogrozilo socialni mir. Moramo se namreč zavedati, da obstaja prepričanje, da se vse, kar je državno, tiče celotne populacije države, ne pa zgolj peščice ljudi, ki ima moč odločati o določenih zadevah. Ravno zato so vsa podjetja, institucije, zavodi, itd., ki so v državni lasti, zlasti zadnja leta pod drobnogledom, tako s strani pristojnih komisij kot tudi državljanov.

Sistem nagrajevanja managerjev pomeni usklajeno politiko, procese in prakso podjetja glede nagrajevanja svojih zaposlenih za njihov prispevek, zmožnosti in pristojnosti s katerimi pripomorejo k doseganju ciljev podjetja (Lipičnik, 1998, str. 191). Sistem plač in nagrajevanja ima pomembno sporočilno moč, saj pokaže, kakšno vedenje in dosežke v podjetju cenijo. Kot tak prispeva k utrjevanju skupnih vrednot in načel poslovanja. Navsezadnje je nagrajevanje uspešnosti pravično, saj zaposleni za večji prispevek prejmejo višjo nagrado (Zupan, 2001, str. 18). Z učinkovanjem v nasprotno smer pa naj bi leta 2010, po besedah nekaterih, začela učinkovati posebnost slovenske zakonodaje, to je Zakon o prejemkih poslovodnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti Republike Slovenije in samoupravnih lokalnih skupnosti (Ur.l. RS, št. 21/10, 8/11 – ORZPPOGD4 in 23/14 – ZDIJZ-C, v nadaljevanju ZPPOGD), oziroma t.i. »Lahovnikov zakon«. Ta od leta 2010 omejuje osnovne plače managerjev na tri do petkratnik povprečne plače v podjetju oziroma skupini, ter variabilni del prejemkov na največ 30 % izplačanih osnovnih plač, kar seveda omejuje nagrajevanje managerjev v Sloveniji. Pripravljala naj bi se novela tega zakona, ki bo selektivno odpravila postavljene omejitve prejemkov managerjev, saj po mnenju nekaterih slednji v veljavni obliki in obsegu uporabe ni več primeren.

V zvezi s tem se namreč pojavljajo mnoge debate o tem, ali je veljava zakona res smiselna in ali ni s tem narejene več škode kot koristi v smislu pritegovanja najboljših managerjev in motivacije le-teh. Vidiijo tudi problem povezave uspešnosti z nagrajevanjem, ter diskriminacije med managerji zasebnih in državnih družb. S pripravo novele zakona so zadovoljni v bančnih in managerskih združenjih, medtem ko je avtor samega zakona še vedno prepričan v nasprotno in meni, da Slovenski državni holding (v nadaljevanju SDH), ki bi bil v prihodnje za to odgovoren, ne bo mogel tako učinkovito postaviti in upravljati sistema nagrajevanja, da bi bil le-ta ustrezen in da se nerazumno

visoki prejemki iz let pred vpeljavo zakona ne bi več pojavili. Ob omenjenemu zakonu v Sloveniji poznamo tudi priporočila Združenja Manager, prenovljena leta 2014, z namenom spodbuditi nadzornike v gospodarskih družbah, da področju variabilnega dela zaslužka posameznega menedžerja posvetijo večjo pozornost. Po njihovih besedah ugotovitve namreč kažejo, da so ti, manj kot je priporočljivo, odvisni od poslovne uspešnosti družbe, ki jo vodijo, preveč pa so fiksni. Res je, da ta priporočila niso posebej namenjena managerjem državnih podjetij, ter da jih je pripravila stanovska organizacija managerjev, vendar pa so v veljavi že od leta 1997 in so uspela v Sloveniji na splošno obvladovati ekscesne prejemke in spodbujati k smiselnim oblikam nagrajevanja managerjev. Poleg oblikovanja samega sistema prejemkov, pa je v interesu pristojnih organizacij in inštitucij tudi delovanje trga, na katerem podjetja delujejo.

Tako je med nameni Zakona o Slovenskem državnem holdingu (Ur.l. RS, št. 25/2014, v nadaljevanju ZSDH-1) tudi ločitev funkcije države kot lastnice kapitalskih naložb od drugih funkcij države in s tem preprečevanje nasprotja interesov, izkrivljanja konkurence na trgih in neenakopravne obravnave gospodarskih družb. O monopolnem položaju določenih državnih podjetjih, kot smo lahko govorili prej, danes niti ne moremo, se pa bolj pojavlja vprašanje, ali bi lahko bila državna podjetja, ki tekmujejo z zasebnimi, tudi dejansko zasebna. Za vzpostavitev konkurenčnih razmer delovanja za družbe v zasebni in (popolni ali delni) državni lasti, naj bi po priporočilih Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (v nadaljevanju OECD) za upravljanje družb v državni lasti, poskrbela ravno država. Vsa ostala priporočila OECD za upravljanje družb v državni lasti, kot tudi smernice Evropske unije (v nadaljevanju EU) na tem področju, pa naj bi ponotranjil Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države iz leta 2014.

Za proučevanje izplačil nagrad managerjem se mi je zato zelo relevantno zdelo področje državnih podjetij, saj bi kot davkoplačevalci želeli, da je tudi tukaj nagrajevanje managerjev povezano z uspešnostjo družb. Nagrajevanje managerjev v državnih podjetjih je aktualna tema, ki jo ob predložitvi letnih poročil stalno komentirajo v medijih, ter je med državljani tema za pogovor tudi nasploh. Mediji nam postrežejo z zelo konkretnimi informacijami, vendar pa so okoliščine podajanja le-teh večkrat zavajajoče. Prikazujejo namreč pretežno visoke številke, za katerimi pa je ozadje, ki ga laiki ne poznajo, pa bi bilo to potrebno, da bi številke dejansko dobile pomen.

Tudi Krašovec (2002) pravi, da je management v Evropi v številnih državah v javnosti vse manj priljubljen, za ljudi pa so managerske plače v glavnem vedno in povsod previsoke, da na zadevo drugače gledajo delničarji in nadzorniki v uspešno poslujočih gospodarskih družbah, ki delo managementa bolje poznajo, ter managerske plače in nagrade tudi določajo. Pridružuje se mu Zupanova (2001), ki trdi, da je višina plače z vidika uspešnosti podjetja ter nadzora in motiviranja managerjev še najmanj pomembna,



čeprav je o njej največ govora in da je precej pomembnejše vprašanje, za kaj managerje plačujemo.

**Namen in cilji magistrske naloge.** Namen magistrske naloge je v celoviti obravnavi teoretičnega ozadja nagrajevanja managerjev in praktična uporabnost podatkov zbranih v raziskavi, ki bi lahko pomagali podjetjem, ki so vključena v raziskavo, na način medsebojne primerjave nagrad, kot tudi primerjave z drugimi podjetji, ki niso v državni lasti.

Cilj magistrskega dela je analizirati, kateri dejavniki vplivajo na nagrajevanje članov uprav v slovenskih državnih podjetjih. Cilj je pripraviti deskriptivno in ekonometrično analizo prejetih nagrad managerjev v letih od 2008–2014, ter podati ključne ugotovitve na podlagi le-te.

**Hipoteze.** Skozi magistrsko nalogo sem skušala odgovoriti na raziskovalno vprašanje, kakšne so značilnosti nagrajevanja managerjev v slovenskih državnih podjetjih. Zanimala me je povprečna velikost prejemkov in variabilnih deležev.

Lahovnikov zakon je osnovne plače vodilnih managerjev v podjetjih v večinski državni lasti leta 2010 omejil na tri do petkratnik povprečne plače podjetja ali skupine, variabilni del prejemkov pa na največ do 30 % izplačanih osnovnih plač managerju v preteklem letu. Šestkratnik osnovnega mesečnega izplačila managerju predstavlja zgornjo mejo višine odpravnine. Omenjeno je pomembno za razumevanje naslednjih hipotez:

H1: Večja uspešnost pozitivno vpliva na višje prejemke managerjev v državnih podjetjih. Tuji avtorji, ki so proučevali zasebna podjetja, denimo, Barkema in Gomez-Mejia (1998) Conyon in Schwalbach (2000) ter Aggarwal in Ghosh (2015) so v svoji raziskavi potrdili pozitivno povezavo med uspešnostjo in prejemki managerjev, na primer. Kljub omejitvam Lahovnikovega zakona pa je določen delež za nagrajevanje uspešnosti managerjev v državnih podjetjih v Sloveniji dopusten. Preverila bom, ali so prejemki managerjev v tem delu povezani z uspešnostjo.

H2: Prejemki managerjev so višji z internacionalizacijo podjetja.

Bolj kot je podjetje vpeto v poslovanje z drugimi državami in širjenjem na tuje trge, več je potrebnega znanja in spretnosti s strani managerjev. Temu primerni so tako rezultati podjetja kot tudi sami prejemki oziroma nagrade managerjev, kar v svoji študiji potrdijo Carpenter, Sanders in Gregersen (2001), kot tudi Oxelheim in Randøy (2003).

H3: Prejemki managerjev se razlikujejo med panogami.

Glede na omejitve, ki jih v zvezi z določitvijo osnovne in variabilne plače določa ZPPOGD, pričakujem v podjetjih, ki ne opravljajo dejavnosti oskrbe z vodo, električno

energijo, plinom in paro, dejavnosti povezane s cestno infrastrukturo ter v rudarstvu, višje prejemke. Omenjene družbe imajo v zakonu določene največje mnogokratnike, s katerimi je dovoljeno pomnožiti povprečno plačo v podjetju, ti pa so manjši kot v ostalih podjetjih. Sklepam, da bodo zaradi tega prejemki managerjev podjetij, ki ne delujejo v naštetih dejavnostih, višji.

H4: Pretežno državno lastništvo negativno vpliva na višino prejemkov managerjev.

Določbe Lahovnikovega zakona učinkujejo na družbe v večinski državni lasti. Ker so v vzorec zajete družbe, katerih državno lastništvo znaša 2 % ali več, bom preverila, ali pretežno državno lastništvo vpliva na višino prejemkov managerjev. Pričakujem namreč, da pretežno državno lastništvo zaradi omenjenega zakona, negativno vpliva na višino prejemkov managerjev.

Kot kontrolni spremenljivki bom ocenjevala še vpliv velikosti podjetja ter povprečno plačo na zaposlenega na prejemke managerjev. Po Lahovnikovem zakonu je velikost podjetja vključena v formulo za izračun velikosti plače managerjev. Prav tako povprečna plača na zaposlenega. Ne preverjam ju s hipotezami, da ne bi preverjala samoumevnega, kajti podjetja, ki ne določajo plač v tej velikosti, kršijo zakon. V zasebnih podjetjih je na primer velikost prejemkov managerjev še najbolj odvisna od velikosti podjetja, ki ponazarja kompleksnost organizacije, večjo težavnost upravljanja, več potrebnega strokovnega znanja in odgovornosti, kar ustvarja zahtevo po višjih nagradah. Velika podjetja imajo načeloma tudi večje denarne tokove, več dobička v absolutnem znesku in zato za izplačevanje višjih nagrad obstajajo večji viri (Gregorič, Rejc, & Slapničar, 2004). V tem je tudi logika regulacije.

**Raziskovalne metode.** Ob pregledu obstoječe literature, torej sekundarnih podatkov o nagrajevanju managerjev, je osrednja raziskovalna metoda tega magistrskega dela analiza pridobljenih podatkov o izplačanih nagradah managerjem v slovenskih državnih podjetjih.

Empirični del magistrske naloge temelji na pridobljenih sekundarnih podatkih iz letnih poročil družb, podatke je namreč potrebno ročno črpati iz posameznega letnega poročila družbe za vsako leto posebej. V prvotnem vzorcu je 68 družb, pri čemer moramo upoštevati dejstvo, da za vsa podjetja podatki niso bili dostopni za celotno preučevano obdobje, zato je število podjetij po letih nihalo. V vzorec so bila izbrana podjetja, katerih skupno lastništvo Republike Slovenije in SDH-ja je na dan 31.10.2015 znašalo vsaj 2 %, ter le-ta niso bila v postopku likvidacije ali stečaja. S pomočjo panelne analize sem na podlagi spremenljivk, ki vplivajo na skupne prejemke managerjev v vzorcu izbranih slovenskih državnih podjetij, preverila značilnosti prejemkov in vpliv izbranih dejavnikov nanje.

**Struktura magistrskega dela.** Magistrska naloga je sestavljena iz teoretičnega in empiričnega dela. V teoretičnem delu sem opredelila sestavo nagrajevanja managerjev, različne poglede avtorjev na to, ter problem principala in agenta, ki je pri razumevanju tega ključen za nadaljnje razumevanje. Vključila sem tudi pregled predhodnih študij nagrajevanja, ter pregled zakonskih in drugih predpisov nagrajevanja managerjev v Sloveniji.

V empiričnem delu sem preverila veljavnost hipotez in opisno analizirala prejemke managerjev (povprečne vrednosti, mediane, standardni odkloni celotnih in variabilnih prejemkov). Na podlagi zaključkov empiričnega raziskovanja sem skušala izpostaviti nekaj ključnih ugotovitev, ki bi lahko v povezavi z nagrajevanjem pomagale tako preučevanim podjetjem, kot tudi njihovim konkurentom.

## **1 TEORETIČNA OPREDELITEV NAGRAJEVANJA MANAGERJEV V DRŽAVNIH DRUŽBAH**

Državna podjetja predstavljajo pomemben del gospodarstva, kjer se srečujejo in prepletajo tako politične kot tudi tržne sile. Teoretične opredelitve v zvezi z njimi torej zahtevajo hkratno upoštevanje političnih in ekonomskih dejavnikov.

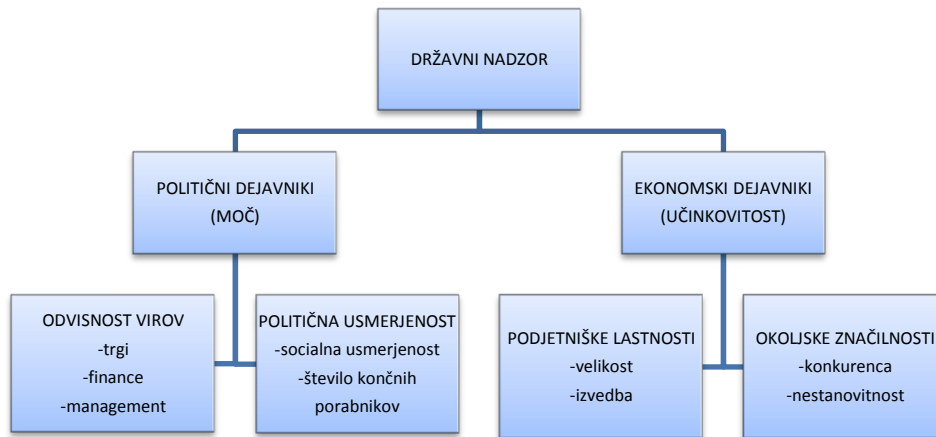
Weber (1978) razlaga politične dejavnike, pod katerimi razume dominantni položaj države. Meni, da obstajata dva tipa dominacije, to sta formalna dominacija in politični vidik nadzora. Formalna dominacija je določena preko državne prevlade moči ukazovanja in dolžnosti podjetja izvrševanja naročenega (angl. *power to command and duty to obey*), ki temelji na zakonskih in vladnih direktivah. To pripelje do hierarhičnega odnosa z vlado na vrhu.

Država, ki je bodisi edini bodisi solastnik določenega podjetja ima moč, da nadzoruje le-to že s formalnega vidika, kar se dopolnjuje z neformalnim vplivom in kontrolami. Politični vidik nadzora je določen s konstelacijo interesov (angl. *constellation of interests*), pri čemer so različni interesi izraženi v domenah državnih podjetij. Akterji v tej politični igri so zaposleni, sindikati, managerji, dobavitelji, potrošniki, javnost, politika, druge organizacije in druge socialne skupine. Ker vlada sodeluje v tem političnem procesu, lahko svojo moč uveljavlja pri poslovanju teh podjetij tudi skozi pritiske omenjenih skupin na različne načine.

Dejavnike, ki vplivajo na kontrolno vlogo same države oziroma vlade v državnih podjetjih so analizirali Lioukas, Bourantas in Papadakis (1993). Že prej omenjenim političnim dejavnikom dodajata še ekonomske, ki temeljijo na učinkovitosti. Menijo, da bi se lahko sklenil konsenz med državo in državnimi podjetji le, če bi se sledilo točno določenim, tako ekonomskim kot tehničnim merilom učinkovitosti. Pravijo torej, da

politični in ekonomski dejavniki pri državnih podjetjih součinkujejo, vendar pa se uteži teh učinkov od podjetja do podjetja razlikujejo.

*Slika 1: Vpliv države na podjetja preko političnih in ekonomskih dejavnikov*



*Vir: S. Lioukas, D. Bourantas, & V. Papadakis, Managerial autonomy of state-owned enterprises: Determining factors, 1993, str. 648.*

Kot je razvidno iz Slike 1, lahko država bodisi preko političnih bodisi preko ekonomskih dejavnikov vpliva na vse štiri faktorje, ki naj bi po mnenju Lioukas et al. (1993) vplivali na podjetje. Ravno možnost tega vpliva določa variacije uteži med različnimi podjetji. Podobne faktorje so v svojih študijah odkrili tudi na primer Pfeffer in Salancik (1978), Salancik (1979), Sexty (1980), Monsen in Walters (1983).

Možnost vpliva države na vse zgoraj naštetih faktorje se še toliko bolj kaže v majhnih državah, kot je Slovenija. Ker je vpliv države prisoten na vseh štirih področjih, lahko kot splet naštetih dejavnikov na sliki, dodamo tudi managerske plače v teh podjetjih.

Tako se v odvisnosti državnega vpliva določajo managerske plače v državnih podjetjih. Leta 2001 je Zupanova zapisala sledeče: »V Sloveniji država managerske plače obravnava v okviru dohodkovne politike, s katero skuša nadzirati stroške dela, da ne bi pospeševali inflacije ter ogrozili konkurenčnosti gospodarstva in rušili socialnega miru. V teh prizadevanjih so bili dosednji ukrepi usmerjeni bolj v nadziranje višine plač kot pa v njihovo sestavo. Zato so bile te nekaj časa omejene z zgornjim zneskom, zdaj pa morajo na visoke plače podjetja plačati toliko višji davek.« (Zupan, 2001, str. 234).

Zopet so se plače omejile z zgornjim zneskom leta 2010, ko je bil uveden Lahovnikov zakon, ki je skoncentriran na državna podjetja. Slednji naj bi zadeve skušal spraviti na normalno raven in znižati ekscesne prejemke managerjev v državnih podjetjih. Na spletni strani Združenja nadzornikov Slovenije je zapisano, da plačila članom uprav sicer določa nadzorni svet, a da je vendar nagrajevanje uprav v Sloveniji zelo zakonsko regulirano

področje, saj Zakon o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 65/2009-UPB3, 82/2013, v nadaljevanju ZGD-1) že vsebuje posamična načela za njihovo nagrajevanje. Uredba o določitvi najvišjih razmerij za osnovna plačila, ter višine spremenljivih prejemkov direktorjev, pa na podlagi petega odstavka 4. člena ZPPOGD opredeljuje višino plačil upravi v družbah z večinskim državnim lastništvom (Združenje nadzornikov Slovenije, b.l.).

Obenem Združenje nadzornikov na njihovi uradni spletni strani svetuje, da naj bo osnovna plača uprave odvisna od velikosti družbe, kompleksnosti njenega poslovanja, panoge v kateri deluje, ter tega, ali gre za borzno družbo. Pri tem naj nadzorni svet upošteva tudi finančni položaj družbe. Variabilni del plače uprave naj bo odvisen od kazalcev, ki so predmet vsakoletnega dogovora med upravo in nadzornim svetom in so vezani na doseganje oz. preseganje plana, pri vnaprej določenih kvantitativnih oz. finančnih kazalcih, kot tudi drugih kvalitativnih kazalcih, ki so pomembni za poslovanje družbe in doseganje strategije ter trajnostnega razvoja družbe. Menijo, da bi morala višina plače odražati dogovor med nadzornim svetom in upravo.

Poleg priporočil Združenja nadzornikov Slovenije naj bi si družbe pomagale tudi s Priporočili Združenja manager Slovenije, ki se ne nanašajo izključno na državna podjetja. Slednja so bila leta 2014 prenovljena, predvsem v smislu posvečanja večje pozornosti področju variabilnega dela zaslužka posameznega managerja. Prav tako naj tovrstna podjetja zasledujejo mednarodna priporočila OECD, ki jih je za namene državnih podjetij ponotranjil Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države. Za upravljanje družb v državni lasti naj po njihovem mnenju poskrbi ravno država.

## **1.1 Management in teorija zastopništva**

Mehanizmi upravljanja državnih družb so po besedah Williamsona (1981) močno povezani s transakcijskimi stroški in s teorijami pogodbenih razmerij. »Oblikovanje ustreznega nagrajevanja managerjev postaja čedalje bolj zapleteno. Postaja zahtevnejše, obsežnejše in manj predvidljivo, zato ga je težje nadzirati. Tako stopa v ospredje osnovno vprašanje teorije zastopništva: Kako lastniki zagotovijo, da se managerji obnašajo v skladu z lastnimi težnjami, da bi dosegli čim večje možne koristi« (Zupan, 2001, str. 233). Teorija temelji na predpostavki osnovnih interesov pri nastanku družbe, ki jih zasledujeta principal in agent (Jensen & Meckling, 1976). Managerji so agenti, ki delujejo v korist lastnikov (principalov), pri čemer pogosto pride do problema v odnosu principal-agent.

V teoriji je funkcija ločena tako, da lastnik družbe-principal, nadzira alokacijo sredstev ter nosi tveganje, s čimer v resnici izvaja upravljalno funkcijo, management pa opravlja zgolj funkcijo vodenja poslov. Obstajale pa naj bi razlike med interesi lastnikov kapitala,

ki težijo k čim večjemu dobičku in managerji, ki naj bi se usmerjali k drugim ciljem (velikost družbe, višje plače, stabilnost, družbeni ugled, socialni vidiki) (Bajt & Štiblar, 2002). Državna podjetja bi tako na primer morala dosegati določene stopnje donosa, vendar jih ne, medtem ko managerji stremijo k čim višjim prejemkom, ne glede na uspešnost.

Primarni interes managerja je torej opravljanje poslovodne funkcije in zadovoljevanje drugih, zlasti osebnih interesov, primarni interes delničarja pa je povečevanje njegovega kapitala (Jensen & Meckling, 1976). Ob tem želimo doseči tudi cilje družbe, zato mora biti v procesu njenega delovanja prisotno čim večje poenotenje interesov lastnika kapitala in managerja. Ker bosta omenjena primarna interesa obeh vedno različna, do popolnega poenotenja teoretično in praktično ne more priti (Padilla, 2001).

Za vsako vrsto gospodarske družbe je tako potrebno poiskati optimalno rešitev za zmanjšanje konfliktov med interesi obeh, kar pri državnih podjetjih seveda predstavlja določeno specifiko. V teh podjetjih se namreč odraža tudi določen politični interes s strani principala, čemur se zaradi majhnosti Slovenije niti ne moremo izogniti. Kljub temu bi morali biti v skladu s tem določeni cilji s strani principala, ki bi ga agenti morali doseči, da bi prihajalo do čim manjših konfliktov in bi agenti upravičili svoje prejemke.

Zaradi še ne zadosti začrtanih ciljev in obenem velikem političnem vplivu se po besedah managerjev nekateri raje odločajo za mesta v zasebnih in ne državnih družbah (Tarča, 2016). Menijo namreč, da prihaja do prevelikega nasprotja interesov v odnosu principala in agenta. Posledično ima principal prevelik vpliv na delo managerjev, oziroma managerji nimajo zadosti maneverskega prostora pri uresničevanju zastavljenih ciljev. To je sicer zopet specifika državnih podjetij, ki pa bi se ji bilo ob prej omenjenih točno določenih zastavljenih ciljih s strani principala in zmanjšanju političnega vpliva, možno v neki meri izogniti. Analize OECD namreč kažejo, da so slabosti korporativnega upravljanja in visoka udeležba države v gospodarstvu, negativno vplivale na gospodarsko rast v Sloveniji (OECD, 2015).

Poleg problema nasprotja interesov v odnosu principala in agenta, se pojavljajo tudi kritike Lahovnikovega zakona, ki se nanašajo predvsem na to, da plače niso povezane z uspešnostjo podjetja, da so le-ti plačani po uravnilovki. Očitno je, da zaradi tega prihaja do večjih goljufij v zvezi z izplačanimi plačami, časnik Finance na primer podaja primere sumov na razne svetovalne pogodbe, izplačil preko kadrovskega agencij, ter drugih neprimernih dogovorov (Sovdat, 2015).

Nekateri so mnenja, da zaradi plačne uravnilovke ne moremo privabiti dobrih managerjev iz tujine, še več, da s tem odganjamo naše dobre kadre na področju managementa v tujino. Seveda pa se ob vsem tem pojavlja še problem, ki se neposredno ne tiče zakona in je nekako prisoten že skozi čas, to je imenovanje managerjev po strankarskem ključu. Na

tej točki se zopet vrnemo na začetek prvega poglavja, kjer so mnogi avtorji med drugimi izpostavili ravno ta problem. Teoretiki namreč trdijo, da sta moč in prevlada oblasti še vedno pomembni determinanti, celo v primeru konkurenčnega delovanja.

## **1.2 Dejavniki nagrajevanja managerjev**

Tekom pregledovanja tujih študij sem analizirala naslednje podatkovne zbirke: Ebsco Host, Emerald, Jstor, Proquest in Science Direct. V analiziranih podatkovnih zbirkah je moč zaslediti kar precej študij na temo dejavnikov nagrajevanja managerjev, vendar pa se te v veliki večini nanašajo na zasebna podjetja.

Študije, ki se nanašajo na državna podjetja, ne govorijo o dejavnikih nagrajevanja managerjev in niso empirične narave, z izjemo ene, ki se nanaša na kitajski trg. Dai (2014) je v svoji študiji preučeval 183 kitajskih državnih monopolnih podjetij, ter pokazal, da je nagrajevanje managerjev pozitivno povezano z uspešnostjo in velikostjo podjetja. Prav tako ima na nagrajevanje managerjev vpliv panoga, v kateri podjetje deluje. Kot statistično neznačilen faktor je bil v tej študiji določen državni delež v podjetju.

Drugih študij o nagrajevanju managerjev v državnih podjetjih v prej naštetih bazah ni moč najti, zato v nadaljevanju opisujem dejavnike nagrajevanja managerjev v zasebnih družbah. Če bi državne družbe namreč želele privabiti dobre managerje, bi morale nagrajevati tako, kot konkurenčne zasebne družbe.

Velikost je najpomembnejši dejavnik nagrajevanja. Naslednje študije poročajo, da velikost zasebnih podjetij vpliva na višino managerskih prejemkov: Chalmers, Koh in Stapledon (2006) na primeru 200 najboljših avstralskih borznih družb v letih 1992–2002 pokažejo pozitivno korelacijo med velikostjo podjetja in prejemki managerjev. Sung in Swan (2009) pravita, da se v primeru dvakratnega povečanja velikosti družbe, plače managerjev povečajo za eno tretjino.

Uspešnost se kot dejavnik nagrajevanja pojavlja takoj za velikostjo. Murphy (1985), Barkema in Gomez-Mejia (1998), Conyon in Schwalbach (2000), ter Aggarwal in Ghosh (2015) so v svojih raziskavah potrdili pozitivno povezavo med uspešnostjo in prejemki managerjev. Ker si družbe slednje razlagajo različno, prihaja do različnih opredelitev kriterijev uspešnosti. Zato je potrebno določiti kazalce uspešnosti, ki dejansko odražajo uspešnost managerjev, saj po besedah Bebchucka in Frieda (2004) obstajajo podjetja, ki te kazalnike ne izberejo dovolj precizno, kar managerji kljub nezadostni uspešnosti s pridom izkoriščajo v svojo korist.

Ob tem je potrebno opozoriti še na študije, ki niso dokazale pozitivne korelacije med uspešnostjo podjetja in prejemki managerjev: Na primeru 120-ih norveških in 104-ih švedskih javnih družb to pokažeta RandØy in Nielsen (2002). Core, Holthausen in Larcker (1999) na vzorcu 250-ih ameriških javnih družb prav tako pokažejo negativno povezanost med uspešnostjo podjetja in prejemki managerjev. Obenem v njihovi študiji opazijo tudi višje prejemke managerjev v podjetjih, kjer upravljanje ni učinkovito organizirano. Posledično se v teh podjetjih pojavlja večji agencijski problem. Managerji v podjetjih z večjim agencijskim problemom so tako po njihovih raziskavah deležni večjih prejemkov.

V zvezi s tem Jensen in Murphy (2004) v svoji pregledni študiji pravita, da sta politika upravljanja podjetja in politika nagrajevanja tesno povezani. Po njunem mnenju se lahko kot posledica slabega upravljanja dokaj hitro pojavijo zloglasni ekscesi pri prejemkih managerjev. Opozarjata, da do tega prihaja predvsem zato, ker odločitve o nagrajevanju niso sprejete s strani lastnikov, ampak uprav samih, čeprav navidezno na, predlog odborov za nagrajevanje (angl. *remuneration committees*). Problem nastane, ker ravno ti odbori nimajo informacij, pogajalskih sposobnosti in strokovnega znanja za zahtevna pogajanja z vodstvom. Na podlagi izsledkov študije trdita tudi, da zgolj dobro zasnovana politika nagrajevanja ne more rešiti konflikta interesov oziroma agencijskega problema, se pa k temu lahko zelo približa v kombinaciji z dobro zasnovanim sistemom korporativnega upravljanja.

Internacionalizacija je prav tako dejavnik, ki je povezan s prejemki managerjev. Omenjeno lahko razberemo iz navedb pretekle literature v preglednih študijah. Hipotezo, ki pravi, da so prejemki managerjev višji v multinacionalnih podjetjih, je v svoji študiji postavil Ha (2000), ter pokazal, da je internacionalizacija res eden od dejavnikov, ki vpliva na prejemke managerjev. Enako so med drugimi leta 2014 pokazali tudi Black, Dikolli in Dyreng (2014).

Carpenter, Sanders in Gregersen (2001) raziščejo 256 družb iz baze družb »Standard & Poor 500«. Pogoji za izbiro podjetij iz baze je bilo doseganje prihodkov od prodaje na vsaj treh tujih trgih. Pokažejo, da se prejemki managerjev višajo z internacionalizacijo podjetja. Oxelheim in RandØy (2003) določita drug kriterij, to je uprava, ki ni iz matične države podjetij. Skupaj analizirata 225 podjetij, ki prihajajo tako s Švedske, kot tudi z Norveške. Tudi ta avtorja pokažeta, da se v vzorcu podjetij prejemki managerjev višajo z internacionalizacijo podjetja. Bolj kot je podjetje vpeto v poslovanje z drugimi državami in se širi na mednarodne trge, bolj se prejemki managerjev večajo, saj so za vse to potrebna znanja, ki jih prinašajo le najboljši kadri, ki stanejo.



Ker se ena izmed postavljenih hipotez nanaša na panoge, v katerih podjetja delujejo, v nadaljevanju predstavljam še izsledke dveh študij, ki se v povezavi z nagrajevanjem managerjev nanašata na vstopne stroške in vlaganje v raziskave in razvoj.

Subramanian (2013) je v svoji študiji raziskoval povezanost različnih spremenljivk z velikostjo družbe, nagrajevanjem managerjev in tržno strukturo. Ena izmed ugotovitev predstavlja pozitivno povezanost med večjimi vstopnimi stroški in velikostjo družbe, kot tudi nagrajevanjem managerjev. Tako lahko torej pričakujemo, da imajo managerji v družbah, ki delujejo v panogah z večjimi vstopnimi stroški, večje prejemke.

Na farmacevtske, telekomunikacijske in računalniške družbe, kjer so izdatki za razvoj in raziskave veliki, se je skoncentriral Persons (1999) in pokazal, da obstaja pozitivna povezava med izdatki za razvoj in raziskave ter prejemki managerjev. Omenjena raziskava nam tako postreže s še enim dejavnikom nagrajevanja managerjev, ki ga še nismo omenili, to je vlaganje v raziskave in razvoj. Ob tem je dokazana tudi pozitivna povezava med vlaganjem v razvoj in raziskave ter dobičkom podjetja, kar lahko pozitivno povežemo z že zgoraj omenjenim dejavnikom, to je uspešnostjo.

### **1.3 Pretekle raziskave nagrajevanja v državnih podjetjih v Sloveniji**

Raziskave, ki se nanašajo na nagrajevanje managerjev v Sloveniji, v večini analizirajo javne in zasebne družbe. Tako je med vsemi pregledanimi izvedenimi raziskavami v Sloveniji moč zaslediti zgolj eno raziskavo, ki se nanaša na prejemke uprav v državnih družbah.

Združenje nadzornikov Slovenije je v sodelovanju s Kravanja-Novakovo, Prijovičev in Slapničarjevo (2013) izdalo dokument, v katerem avtorice razkrivajo nagrajevanje uprav in nadzornih svetov v slovenskih javnih delniških družbah v letih 2010–2012. Podatke iz tega obdobja so primerjale s podatki iz let 2007–2009 in ugotovile, da pretežno državno lastništvo v podjetjih ne vpliva na prejemke managerjev, prav tako ne na menjave uprav. To pomeni, da se omejitve v zakonodaji v veliki meri prelivajo na zasebni sektor.

## **2 PRAVNI OKVIR IN PRIPOROČILA GLEDE PREJEMKOV MANAGERJEV V SLOVENIJI**

Državne družbe so primorane upoštevati pravni okvir o nagrajevanju managerjev. S tem na nagrajevanje najbolj vplivajo pravila, ki jih postavi država. So osnova za oblikovanje nagrajevanja managerjev, pri čemer si družbe pomagajo še z različnimi priporočili.

Priporočila služijo kot pomoč pri oblikovanju nagrajevanja managerjev na podlagi pravnih okvirov, v smislu še bolj učinkovitih in družbeno sprejemljivih sistemov

nagrajevanja. Teoretični okvir magistrske naloge bom tako zaključila najprej z navedbo zakonskih predpisov in kasneje še priporočil glede nagrajevanja managerjev v Sloveniji.

## 2.1 Zakon o gospodarskih družbah

ZGD-1 se na prejemke managerjev osredotoča zgolj v treh členih. Prvi, 269. člen govori o udeležbi članov uprave v dobičku, 270. člen o prejemkih članov uprave in zadnji, 294. člen o razrešnici in določitvi politike prejemkov članov organov vodenja ali nadzora.

269. člen določa, da se s statutom lahko določi, da se članom uprave za njihovo delo lahko zagotovi udeležba pri dobičku in kot drugo, da se višina udeležbe pri dobičku praviloma določi v odstotku letnega dobička družbe.

V skladu z 270. členom zakona, mora nadzorni svet pri določitvi celotnih prejemkov posameznega člana uprave (plača in povračilo stroškov, bonitete, nagrada za poslovno uspešnost – delniški in opcijski program nagrajevanja, udeležba v dobičku, itd., odpravnina in drugi prejemki) poskrbeti za to, da so celotni prejemki v ustreznem sorazmerju z nalogami članov uprave in finančnim stanjem družbe, ter v skladu s politiko prejemkov tega zakona.

Če se po določitvi prejemkov poslabša poslovanje družbe, ki bi ogrozilo njeno gospodarsko stanje ali ji povzročilo škodo, lahko nadzorni svet v skladu z drugim odstavkom tega člena zniža prejemke. V tretjem odstavku so navedeni naslednji primeri, v katerih lahko nadzorni svet zahteva vrnitev že izplačane nagrade za poslovno uspešnost ali njen sorazmeren del:

- Če se pravnomočno ugotovi ničnost letnega poročila in se ničnostni razlogi nanašajo na postavke ali dejstva, ki so bile podlaga za določanje nagrade;
- Na podlagi posebnega revizorjevega poročila, s katerim se ugotovi, da so bili napačno uporabljeni kriteriji za določitev nagrade ali da pri tem odločilni računovodski, finančni in drugi podatki ter kazalci niso bili pravilno ugotovljeni ali upoštevani;
- Vrnitev že izplačane nagrade je po četrtem členu mogoče zahtevati v roku treh let od dneva izplačila nagrade ali dela nagrade.

Na prejemke članov uprave se v 294. členu nanašata 6. in 7. odstavek. Šesti pravi, da lahko politiko prejemkov članov organov vodenja ali nadzora določi skupščina. Ob tem morajo biti vsi prejemki članov organov vodenja ali nadzora v skladu s tako politiko prejemkov.

Sedmi odstavek določa načela, ki jim mora skupščina slediti pri določitvi politike prejemkov članov uprave in izvršnih direktorjev:

- Politika prejemkov članov uprave in izvršnih direktorjev spodbuja dolgoročno vzdržnost družbe in zagotavlja, da so prejemki v skladu z doseženimi rezultati in finančnim stanjem družbe;
- Celotne prejemke lahko sestavljata fiksni in variabilni del. Variabilni del prejemkov mora biti odvisen od vnaprej določenih in merljivih meril. Skupščina lahko določi najvišji znesek variabilnega dela prejemka;
- Odpravnina se lahko izplača le v primeru predčasne prekinitve pogodbe. Odpravnina ne more biti izplačana, če je član uprave ali izvršni direktor odpoklican iz razlogov, določenih v prvi, drugi in tretji alineji drugega odstavka 268. člena tega zakona ali če član uprave ali izvršni direktor sam odpove pogodbo. Skupščina lahko določi najvišji znesek odpravnine.

Kot lahko vidimo, ZGD-1 ne opredeljuje zneskov niti v povezavi s fiksnim niti v povezavi z variabilnim delom prejemkov. Gre zgolj za opredelitev sestave prejemkov in vsebinskih določil, ki so s tem povezana. Smo pa zato leta 2010 dobili ZPPOGD, ki je skušal znižati ekscesne prejemke managerjev, zato v njem najdemo tudi nekaj opredelitev in določil, ki so povezane s številkami.

## **2.2 Zakon o prejemkih poslovodnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti Republike Slovenije in samoupravnih lokalnih skupnosti**

ZPPOGD ureja prejemke predsednikov in predsednic, članov in članic uprav, izvršnih direktorjev in direktoric, poslovodij in poslovodkinj ter prokuristov in prokuristk v gospodarskih družbah, v katerih so neposredno ali posredno imetnice večinskega deleža Republika Slovenija oziroma samoupravne lokalne skupnosti. Določa pravila, ki jih morajo člani in članice organov nadzora družb upoštevati pri odločanju o sklepanju pogodb o zaposlitvi, civilnopravnih pogodb in aneksov k tem pogodbam.

3. člen določa prejemke direktorjev in pravi, da je v skladu s pogoji, ki so določeni v tem zakonu, upravičen do osnovnega plačila (to je bruto plačila, nezmanjšanega za davke in prispevke), spremenljivega dela plačila za uspešnost poslovanja in odpravnine.

Pri sklenitvi pogodbe z direktorjem glede prejemkov in odpravnin morajo člani organov nadzora v skladu s prvim odstavkom 4. člena upoštevati naslednja pravila:

- Prejemke direktorja na podlagi pogodbe lahko sestavljata osnovno plačilo in spremenljivi prejemek. Če je slednji v pogodbi predviden, mora biti določeno tudi njegovo najvišje možno plačilo ne glede na merila za izračun spremenljivega prejemka;

- Spremenljivi prejemek mora biti odvisen od vnaprej določenih in merljivih meril uspešnosti (obseg poslovanja, povečanje števila zaposlenih, ustvarjanje dodane in tržne vrednosti, širitev poslovanja na tuje trge, primerjava poslovanja s konkurenčnimi družbami ipd.);
- Merila uspešnosti morajo vsebovati tudi posebna merila kakovosti za razvoj družbene odgovornosti družbe (odgovornost do zaposlenih, potrošnikov, lokalne skupnosti, varstva okolja, itd.);
- Spremenljivi prejemek se določi s sklepom organa nadzora na koncu vsakega poslovnega leta. Izplačilo 50 % tega prejemka se odloži najmanj za dve leti. Če direktorju mandat poteče pred potekom obdobja odloga izplačila, je upravičen do izplačila 50 % spremenljivega prejemka že ob izteku mandata. Če je bil direktor manj kot dve leti, mu 50 % spremenljivega prejemka ne pripada;
- Plačilo direktorjev z delnicami ali s sodelovanjem v delniških shemah in opcijah ni dovoljeno, razen v primeru iz naslednjega odstavka tega člena;
- Udeležba direktorjev pri dobičku družbe ni dovoljena, razen če zakon, ki ureja udeležbo delavcev pri dobičku, določa drugače;
- Odpravnina, poleg primerov, določenih v zakonu, ki ureja gospodarske družbe, ne more biti izplačana, če se direktor po prekinitvi pogodbe ponovno zaposli v družbi.

V skladu s pravili iz četrte alineje prejšnjega odstavka se lahko direktorju delniške družbe, s katere delnicami se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, 50 % spremenljivi prejemek izplača v obliki delnic. Število delnic, ki pripadajo direktorju, se določi na koncu vsakega poslovnega leta po zadnji tržni ceni.

Pri določitvi višine osnovnega plačila, spremenljivega prejemka in odpravnine veljajo v skladu s 3. odstavkom 4. člena naslednje omejitve:

- Vsi dodatki (dodatek za delovno dobo ipd.) so že vključeni v osnovno plačilo;
- Osnovno plačilo se določi v razmerju s povprečno bruto plačo, izplačano v družbah v skupini ali v družbi, če ni skupine, v preteklem poslovnem letu;
- Spremenljivi prejemek lahko znaša največ 30 % izplačanih osnovnih plačil direktorja v poslovnem letu;
- Pravica do odpravnine se lahko določi v višini največ šestkratnega osnovnega mesečnega plačila direktorja.

Poleg naštetih omejitev, se pri določitvi višine osnovnega plačila uporablja še Uredba o določitvi najvišjih razmerij za osnovna plačila ter višine spremenljivih prejemkov direktorjev (Ur.l. RS, št. 34/10 in 52/11), ki določa najvišja razmerja za osnovna plačila ter višino spremenljivih prejemkov predsednikov in članov uprav, izvršnih direktorjev, poslovodij ter prokuristov v gospodarskih družbah, v katerih je neposredno ali posredno imetnica večinskega deleža Republika Slovenija oziroma samoupravne lokalne skupnosti.

V skladu z Uredbo o določitvi najvišjih razmerij za osnovna plačila ter višine spremenljivih prejemkov direktorjev, se osnovno plačilo določi v višini povprečne bruto plače, izplačane v družbah v skupini, ki imajo sedež na območju Republike Slovenije, ali v družbi, če ni skupine, v preteklem poslovnem letu, pomnožene z mnogokratnikom, ki ga glede na velikost in dejavnost družbe določa ta člen. Pri opredelitvi velikosti družbe se uporabljajo merila, kot jih določa ZGD-1, mnogokratnik pa lahko znaša: Za male družbe največ 3, za srednje družbe največ 4 in za velike družbe največ 5. Mnogokratnik v družbah, ki opravljajo dejavnosti oskrbe z električno energijo, plinom in paro ter v rudarstvu, lahko za male družbe znaša največ 2, za srednje družbe največ 3 in za velike družbe največ 4. Izjeme so tudi pri družbah, ki opravljajo eno ali več spodaj naštetih dejavnosti. Mnogokratnik v družbah, ki le-te opravljajo, lahko znaša največ tri:

- Oskrba s pitno vodo in požarno vodo;
- Odvajanje in čiščenje komunalne in padavinske odpadne vode;
- Zbiranje in prevoz komunalnih odpadkov;
- Odlaganje ostankov predelave ali odstranjevanja komunalnih odpadkov;
- Vzdrževanje javnih tržnic;
- Vzdrževanje pokopališč ter pokopališka in pogrebna dejavnost;
- Vzdrževanje občinskih cest, ulic, trgov, poti, kolesarskih stez, pločnikov, javnih zelenih površin in javnih sanitarij;
- Vzdrževanje javnih parkirnih površin ter odvoz nepravilno parkiranih vozil;
- Urejanje javne razsvetljave, prometne in neprometne signalizacije;
- Gospodarjenje z javnimi objekti in stavbnimi zemljišči;
- Plakatiranje, obveščanje in oglaševanje;
- Urejanje in vzdrževanje javnih kopalnišč;
- Kabelsko-informacijski sistem;
- Organiziranje razstav, sejmov, srečanj;
- Medkrajevni in mestni prevoz potnikov;
- Obratovanje žičniških naprav in tirnih vzpenjač;
- Redno vzdrževanje pristaniške infrastrukture, namenjene za javni promet;
- Redno zbiranje odpadkov s plovil;
- Redno vzdrževanje objektov za varnost plovbe in plovnih poti v marinah in športnih pristaniščih;
- Druge dejavnosti varstva okolja, ki so v pristojnosti občine.

Šesti člen določa še eno izjemo, in sicer lahko mnogokratnik v malih družbah znaša največ 4 in največ 5 v srednjih družbah, če gre za družbe, ki poslujejo kot invalidska podjetja in niso družbe v skupini, ter opravljajo eno ali več dejavnosti, ki so po standardni klasifikaciji dejavnosti uvrščene v:

- Področje A (Kmetijstvo in lov, gozdarstvo, ribištvo);
- Področje C (Predelovalne dejavnosti);
- Področje H (Promet in skladiščenje);
- Področje M (Strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti);
- Področje N (Druge raznovrstne in poslovne dejavnosti);
- Področje P (Izobraževanje).

3. člen Uredbe o določitvi najvišjih razmerij za osnovna plačila ter višine spremenljivih prejemkov direktorjev (Ur.l. RS, št. 34/10 in 52/11) določa, da lahko v družbah spremenljivi prejemek znaša največ 30 % izplačanih osnovnih plačil direktorja v poslovnem letu. Izjeme se zopet pojavijo pri družbah, ki opravljajo dejavnosti oskrbe z električno energijo, plinom in paro in v rudarstvu, ter pri družbah, ki opravljajo gospodarsko javno službo. V slednjih lahko spremenljivi prejemek namreč znaša največ 10 % izplačanih osnovnih plačil direktorja v poslovnem letu, v družbah, ki opravljajo dejavnosti oskrbe z električno energijo, plinom in paro ter v rudarstvu pa 15 %.

Kot sem omenila že prej, naj bi ZPPOGD preprečil ekstremno visoke prejemke managerjev v družbah z večinskim državnim lastništvom, ki v danih razmerah niso bili več sprejemljivi, tako v gospodarskih, kot tudi družbenih okvirih. Se pa ne glede na to, na račun zakona pojavljajo mnoge kritike. Očitajo mu namreč diskriminacijo med managerji zasebnih in državnih družb, odganjanje sposobnih managerskih kadrov, ter da so plače managerjev določene po uravnalovki in so premalo odvisne od uspešnosti managerjev.

### **2.3 Zakon o dodatnem davku od dohodkov članov poslovdstev in nadzornih organov v času finančne in gospodarske krize**

Zakon o dodatnem davku od dohodkov članov poslovdstev in nadzornih organov v času finančne in gospodarske krize (Ur.l. RS, št. 78/09 in 107/13– odl. US, v nadaljevanju ZDDDČPNO) je uvedel obveznost plačevanja dodatnega davka od dohodkov, prejetih za vodenje ali nadzor pravnih oseb, ki so od države prejele poroštvo oziroma jamstvo ali sredstva za blažitev posledic finančne in gospodarske krize.

Predmet obdavčitve so po 4. členu tega zakona:

- Plače in nadomestila plače ali vsako drugo plačilo za vodenje poslov poslovnega subjekta na podlagi poslovnega razmerja;
- Nagrade za poslovno uspešnost;
- Odpravnine;
- Dohodki na podlagi udeležbe na dobičku;

- Bonitete, ki jih poslovni subjekt zagotovi v korist zavezanca ali njegovega družinskega člana, in sicer pravice zavezanca do nakupa delnic in darila, ki jih zagotovi poslovni subjekt zavezancu na podlagi ali zaradi njegove nekdanje, sedanje ali bodoče zaposlitve ali njegovemu družinskemu članu;
- Drugi dohodki za vodenje poslov poslovnega subjekta, razen povračil stroškov v zvezi z delom in drugih bonitet, ki niso navedene v prejšnji točki.

Davčno osnovo določa 5. člen, ki pravi, da je osnova dohodek, zmanjšan za obvezne prispevke za socialno varnost, ki jih je na podlagi posebnih predpisov dolžan plačevati zavezanec, v delu, ki presega:

1. V primeru plače – znesek v višini 12.500 evrov (v nadaljevanju EUR) mesečno;
2. V primeru nagrade za poslovno uspešnost – znesek v višini 25.000 EUR letno;
3. V primeru odpravnine – znesek v višini 75.000 EUR letno;
4. V primeru dohodka na podlagi udeležbe v dobičku – znesek v višini 25.000 EUR letno;
5. V primeru bonitete – znesek v višini 25.000 EUR letno.

Davek se je v skladu s 6. členom zakona izračunal in plačal od letne davčne osnove po stopnji 49 % od dohodkov, ki so bili doseženi ob sprejetju zakona pa do 31.12.2010, oziroma do konca davčnega leta, v katerem se iztečejo poročstva oziroma jamstva in ukrepi za blažitev posledic finančne in gospodarske krize.

## **2.4 Zakon o Slovenskem državnem holdingu**

Kot najnovejši se med pravnim okvirom pojavlja ZSDH-1, ki ureja status in delovanje SDH-ja ter Kapitalske družbe pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d. d. (v nadaljevanju KAD), upravljanje naložb, ki so v lasti SDH, in naložb Republike Slovenije, ki jih upravlja SDH. Prav tako akte upravljanja naložb, ukrepe za krepitev integritete in odgovornosti ter omejevanje tveganj za korupcijo, nasprotje interesov in zlorabo notranjih informacij pri upravljanju naložb, ki so v lasti SDH in naložb Republike Slovenije, ki jih upravlja SDH. Namen tega zakona je doseči:

- Ločitev funkcije države kot lastnice kapitalskih naložb od drugih funkcij države, tako pa preprečevati nasprotje interesov, izkrivljanje konkurence na trgih in neenakopravno obravnavo gospodarskih družb;
- Koncentrirano upravljanje naložb, ki so v lasti SDH, KAD in naložb Republike Slovenije, ki jih upravlja SDH, zato da se vzpostavi stabilno lastništvo, kar zmanjša stroške upravljanja ter dolgoročno poveča donosnost in vrednost teh naložb za uresničitev gospodarskih in razvojnih ciljev ter ciljev javnega interesa;
- Pregleden sistem upravljanja naložb, ki so v lasti SDH, in naložb Republike Slovenije, ki jih upravlja SDH, z jasno razdelitvijo pristojnosti in odgovornosti ter uveljavljanjem

ukrepov, ki omejujejo tveganja za korupcijo ter druga neetična in nedovoljena ravnanja in vplivanja in ki krepijo skladnost poslovanja, sledljivost in odgovornost pri sprejemanju odločitev;

- Upravljanje naložb, ki so v lasti SDH in naložb Republike Slovenije, ki jih upravlja SDH, skladno s slovenskimi in mednarodnimi smernicami dobre prakse upravljanja naložb v državni lasti in korporativnega upravljanja na splošno.

22. člen določa pravila o plačilih članov organov nadzora družb, ki jih upravlja SDH:

1. SDH mora glasovati za sistem plačil, ki bo v nadzorne svete pridobil vrhunske in neodvisne strokovnjake, motivirane za odgovorno in dejavno delo, hkrati pa ne sme glasovati za sprejemanje skupščinskih sklepov, ki bi omogočali neutemeljeno visoka plačila članom nadzornih svetov glede na potrebe in finančno stanje družbe.
2. SDH ne sme glasovati za sklepe o plačilih članov organov nadzora, ki bi lahko povzročili konflikt interesov ali oddaljevali interese članov organov nadzora od interesa družb. Zato SDH glasuje le za sklepe o plačilih članov organov nadzora, ki določajo, da so ta plačila sestavljena izključno iz plačila za opravljanje funkcije in sejnine. Plačilo za opravljanje funkcije je sestavljeno iz osnovnega plačila za opravljanje funkcije in doplačila za posebne naloge ali funkcije člana, kot je opravljanje funkcije predsednika, namestnika predsednika ali člana v komisijah organa nadzora. Plačila za opravljanje funkcije članov organov nadzora in sejnine se določijo ob upoštevanju velikosti družbe in njenega finančnega stanja.

Politike prejemkov organov vodenja družb, ki jih upravlja SDH določa 23. člen:

1. SDH mora v vseh družbah s kapitalsko naložbo države uporabiti upravljavsko upravičenja, da skupščine teh družb sprejmejo politike prejemkov organov vodenja skladno z zakonom, ki ureja gospodarske družbe. Če plačila članov organa vodenja glede na statusno obliko družbe in na njene notranje akte določa skupščina neposredno, SDH uporabi upravljavsko upravičenja za sprejetje skupščinskih sklepov o plačilih, ki vsebinsko sledijo določbam tega člena. Skladno z zakonom, ki ureja gospodarske družbe, morajo biti vsi prejemki članov organov vodenja v skladu s tako politiko prejemkov, za kar so odgovorni organi nadzora družb.
2. SDH mora glasovati za sprejetje politike prejemkov organov vodenja, ki upošteva vsa načela, določena zanjo v zakonu, ki ureja gospodarske družbe, poleg tega pa politika družb s kapitalsko naložbo države določa še:
  - Najvišje dovoljeno nespremenljivo plačilo člana organa vodenja, ki mora biti dovolj visoko, da omogoča organom nadzora pridobiti v organe vodenja vrhunske strokovnjake, motivirane za odgovorno in dejavno delo, hkrati pa preprečuje



- neutemeljeno visoka plačila članov organov vodenja glede na potrebe, uspešnost in finančno stanje družbe;
- Najvišji dovoljeni znesek spremenljivega dela prejemka člana organa vodenja;
  - Najvišjo dovoljeno odpravnino člana organa vodenja.
3. K sklepom o politikah prejemkov organov vodenja, za katere glasuje SDH skladno s tem členom, mora dati predhodno soglasje vlada kot skupščina SDH.

Tako ZSDH-1 skuša preprečevati nasprotje interesov, izkrivljanje konkurence na trgih in neenakopravno obravnavo gospodarskih družb. Zmanjšati želi stroške upravljanja ter dolgoročno povečati donosnost in vrednost naložb za uresničitev gospodarskih in razvojnih ciljev ter ciljev javnega interesa.

Predvsem naj bi poskušali omejiti tveganja za korupcijo ter druga neetična in nedovoljena ravnanja in vplivanja, ki krepijo skladnost poslovanja, sledljivost in odgovornost pri sprejemanju odločitev.

Kot naslednje bom opredelila neformalni okvir nagrajevanja managerjev v Sloveniji. Med temi se znajdejo tako priporočila slovenskih kot tudi mednarodnih organizacij, ki jih je Slovenija kot članica OECD in EU deležna.

## **2.5 Priporočila za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev**

V Priporočilih za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev (2007), ki jih je izdalo Združenje članov nadzornih svetov, je opredeljen postopek izbora, imenovanja, in dogovora o pravicah in obveznostih člana uprave ali izvršnega direktorja, prejemki le-teh, transparentnost prejemkov ter vsebina pogodbe, opredeljeno je tudi lojalno obnašanje članov uprav in izvršnih direktorjev.

Sestava prejemkov je določena naslednje:

Fiksni prejemki (denarna plačila in bonitete) za sprejem odgovornosti in nalog, opravljeno delo, porabo časa in lojalnost družbi.

Variabilni prejemki (denarna plačila):

- Prejemki za kratkoročno uspešnost, na podlagi meril, ki zagotavljajo kratkoročno rast vrednosti kapitala družbe, in sicer:
  - Za doseganje letnih poslovnih načrtov;
  - Za preseganje letnih poslovnih načrtov.

Prejemki za dolgoročno uspešnost, na podlagi meril, ki zagotavljajo dolgoročno rast družbe in rast vrednosti za delničarje:

- Rast vrednosti kapitala oziroma povečevanje tržne cene delnice, ob upoštevanju izplačil dividend;
- Izredne nagrade in udeležba na dobičku.

## **2.6 Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah**

Namen Združenja Manager je pomagati odgovornim v družbah pri sklepanju individualnih pogodb o zaposlitvi ali drugih sorodnih pogodb za urejanje njihovega statusa. Njihova priporočila temeljijo na sodobnih dognanjih s področja korporativnega upravljanja, politiki prejemkov, Kodeksu upravljanja javnih delniških družb in evropskih direktiv, ter na raziskavah s področja nagrajevanja vodilnih managerjev v Sloveniji in svetu.

Ker je glede na raziskave problem slovenskih podjetij to, da so prejemki managerjev odvisni od uspešnosti podjetja manj, kot je to priporočljivo, se v Priporočilih Združenja manager pri sklepanju managerskih pogodb, izdanih leta 2014, osredotočajo predvsem na spodbujanje nadzornih svetov in drugih organov nadzora, da področju variabilnega dela plače posvetijo večjo pozornost, pri tem pa uporabljajo merila za nagrajevanje, ki spodbujajo doseganje ne samo kratkoročnih, temveč tudi srednje- in dolgoročnih poslovnih rezultatov. Glede prejemkov managerjev je v Priporočilih podano naslednje:

Plačo oziroma celoten zaslužek vodilnih managerjev naj sestavljajo: Osnovna plača, bonitete in variabilni delež za poslovno uspešnost. Plača in bonitete sestavljajo fiksni del zaslužka, variabilni del zaslužka pa predstavlja nagrado za poslovno uspešnost. Pravijo tudi, da naj bo celoten zaslužek vodilnega managerja sorazmeren njegovi odgovornosti in finančnemu stanju družbe.

Osnovna plača vodilnega managerja naj bo plačilo za izpolnjevanje obveznosti iz managerske pogodbe ter za sprejeto odgovornost in lojalnost družbi. Pri določanju plače naj se upoštevajo zahtevnost vodenja družbe, primerljiva razmerja s plačami vodilnih managerjev na podobnih mestih v družbah s podobno zahtevnimi nalogami vodenja doma in v tujini, ter znanje, izkušnost in specifične veščine posameznega vodilnega managerja.

Po Priporočilih se naj plača določi na podlagi zahtevnosti vodenja družbe. Slednja se določi z dvema sklopoma meril, in sicer velikostjo gospodarske družbe in kompleksnostjo njenega poslovanja:

Merila, ki opredeljujejo velikosti družbe, so enaka tistim, v ZGD. Pri bankah in drugih finančnih institucijah se kot merili velikosti upoštevata število zaposlenih in bilančna vsota. Merila, ki odražajo kompleksnost poslovanja družbe so internacionalizacija poslovanja (domači trg, internacionalni trg, globalni trg), zahtevnost izdelkov ali storitev (nizka, srednja, visoka, najvišja) in organizacijska kompleksnost družbe (nizka, srednja, visoka, najvišja). V nadaljevanju prikazujem tabeli, ki sta potrebni za razumevanje predhodno napisanega in sta osnova pri določanju kompleksnosti poslovanja in določanja osnovnih plač:

*Tabela 1: Razvrščanje družb po velikosti in kompleksnosti poslovanja*

Merila velikosti družbe (zgornje vrednosti pos. skupine)				Merila kompleksnosti poslovanja družbe		
Skupina*	Št. zaposlenih (do)	Prodaja (v mio €)**	Vrednost aktive (v mio €)	Internacionalizacija poslovanja	Zahtevnost izdelka/storitve	Organizacijska kompleksnost
1	50	7	4	Domači trg	nizka	nizka
2	100	30	15		srednja	srednja
3	220	70	30			
4	600	170	70	Mednarodni trg	visoka	visoka
5	1400	450	150			
6	3500	800	400			
7				Globalni trg	najvišja	najvišja

**Legenda:** \*Razvrstitev v skupine je skladna s stopnjo zahtevnosti vodenja. \*\*Pri bankah se to merilo nadomesti z bilančno vsoto.

*Vir: Združenje Manager, Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah, 2014, str. 5.*

*Tabela 2: Razponi osnovnih plač po stopnjah zahtevnosti vodenja družbe*

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

*Vir: Združenje Manager, Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah, 2014, str. 6.*

**Variabilni delež plače za poslovno uspešnost.** Variabilni delež plače pripada vodilnemu managerju na osnovi uspešnega poslovnega rezultata družbe in jo določi pristojni organ družb. Odvisen od izpolnitve zastavljenih poslovnih ciljev iz poslovnega načrta in drugih obveznosti po managerski pogodbi o zaposlitvi. V Združenju manager so mnenja, da naj pristojni organ družbe izbere merila, ki so za družbo glede na razmere najustreznejša in omogočajo presojo uspešnosti vsakega izmed vodilnih managerjev v družbi pri uresničevanju nalog, za katere je odgovoren. Priporoča se izbor od 5 do 7 meril, ki pokrivajo različna področja poslovanja – poslovna in finančna merila uspešnosti in so za izračun variabilnega deleža primerno uravnotežena. Merila in ocena, ali je bil cilj dosežen, naj bodo jasno opredeljeni.

Družba lahko v določenih primerih zahteva tudi vrnitev že izplačanega variabilnega dela ali pa njegov sorazmerni del, prav tako se lahko, če je tako določeno v pogodbi, izplačilo določenega dela variabilnega deleža plače, praviloma do ene tretjine, odloži za obdobje dveh let ali več.

Priporočen variabilni delež plače vodilnega managerja je odvisen od stopnje uspešnosti poslovanja podjetja in je naslednji:

- V primeru, da je podjetje v vseh ključnih vidikih doseglo načrtovano raven poslovne uspešnosti za opazovano poslovno leto in/ali doseglo raven poslovne uspešnosti preteklega leta, je vodilni manager upravičen do variabilnega deleža plače za uspešno opravljeno delo v višini do 6 mesečnih plač;
- V primeru, da je podjetje v vseh ključnih vidikih preseglo načrtovano raven poslovne uspešnosti za opazovano poslovno leto in/ali pomembno preseglo raven poslovne uspešnosti za preteklo leto, je vodilni manager upravičen do variabilnega deleža plače za uspešno opravljeno delo v višini najmanj 6 in največ 12 mesečnih plač.

Variabilni delež se izplačuje enkrat letno za nazaj in sicer po potrditvi bilančnega izkaza družbe s strani pristojnega organa.

**Delniški in opcijski programi nagrajevanja vodilnih managerjev.** Priporočila pravijo, da se naj delniški in opcijski programi nagrajevanja vodilnih managerjev uporabljajo z namenom poistovetenja vodilnih managerjev z dolgoročnimi razvojnimi cilji družbe, zaradi spodbud za uresničevanje glavnih usmeritev njene razvojne strategije, ter zaradi pritegnitve vodilnega managementa med lastnike družbe. Nagrada v obliki delnic se naj managerju pod točno določenimi pogoji dodeli iz sklada lastnih delnic, opcijsko upravičenje za nakup delnic pa naj se vodilnim managerjem dodeli na osnovi odločitve pristojnega organa družbe, ki sprejme opcijski načrt.

**Bonitete.** Kot spodbudo za managerje priporočajo umestitev izbranih bonitet v managersko pogodbo (npr. zavarovanje odgovornosti, pravica do dopolnilnega izobraževanja doma in v tujini, življenjsko in nezgodno zavarovanje, dodatno pokojninsko ali rentno zavarovanje, uporaba službenega vozila za osebne potrebe managerja, članarina za stanovska in strokovna združenja ter klube, morebitne druge ugodnosti in spodbude managerju).

**Odpravnine in odškodnine zaradi konkurenčne klavzule.** Za vodilnega managerja je priporočena odpravnina, ki je prilagojena stvarnim razmeram družbe in vzrokom za prenehanje opravljanja managerske funkcije. Vodilni manager je po Priporočilih upravičen do odpravnine v višini:

- V primeru razrešitve zaradi ostalih ekonomsko-poslovnih razlogov v skladu z 268. členom ZGD-1 mu pripada najmanj bruto znesek celotnega letnega zaslužka zadnjega koledarskega leta;
- V primeru sporazumnega prenehanja mandata pred njegovim iztekom zaradi objektivnih razlogov, kot so daljša bolezen, trajna nezmožnost za delo in drugi upravičeni razlogi vodilnega managerja, mu pripada najmanj polovica bruto zneska celotnega letnega zaslužka zadnjega koledarskega leta;
- V primeru izteka mandata brez nadaljnega podaljšanja mu pripada najmanj polovica bruto zneska celotnega letnega zaslužka zadnjega koledarskega leta;
- V primeru prenehanja mandata na željo managerja in ob pozitivni oceni pristojnega organa o njegovem delu se priporoča odpravnina po presoji pristojnega organa družbe.

## **2.6 Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države**

OECD je leta 2009 pripravila Smernice za korporativno upravljanje družb v državni lasti. Slednjih ne bom razlagala posebej, saj naj bi Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države iz leta 2014 vseboval tako omenjene smernice OECD, kot tudi smernice EU na področju nagrajevanja managerjev v slovenskih podjetjih in je bil sprejet v 32. členu ZSDH-1 kot eden od aktov upravljanja naložb.

Kodeks, ki ga je izdal SDH, vsebuje načela in priporočila dobre prakse za korporativno upravljanje družb s kapitalsko naložbo države. Medtem ko so nekatera trenutna priporočila splošna in se nanašajo na vse družbe s kapitalsko naložbo države, se del priporočil nanaša na družbe s specifično pravnoorganizacijsko obliko družbe, upošteva tudi lastniško strukturo družbe in dejstvo, ali se z vrednostnimi papirji družbe trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.

V najnovejši spremembi in dopolnitvi Kodeksa lahko opazimo odstranitev celotnega sklopa priporočil, ki so določala okvir, znotraj katerega bi se lahko na skupščinah družb sprejemale politike prejemkov organov vodenja. To načelo se sedaj sklicuje na ureditev tega okvirja v Priporočilih in pričakovanjih SDH, kjer pa to zaenkrat še ni urejeno, saj še ni jasno, ali se bo in kako se bo spremenil t.i. Lahovnikov zakon. Rezultati analiz s strani SDH so pokazali, da velika večina državnih podjetij Kodeks uporablja in ga tudi v celoti spoštuje.

Po besedah SDH (SDH, 2016), bodo čas do razjasnitve glede tega zakona izkoristili tako, da bodo zbrali in analizirali podatke o prejemkih članov organov vodenja v državnih družbah in primerljivih družbah, dodatno preučili to tematiko in nato dopolnili Priporočila in pričakovanja SDH s prenovljenimi priporočili glede prejemkov. Stremijo namreč k temu, da bi več pozornosti namenili variabilnemu delu prejemkov in da bi bile pri fiksnem delu prejemkov omogočene večje prilagoditve glede na posebnosti družbe. Merila za nagrajevanje pa bi morala spodbujati tako kratkoročne, srednjeročne, kot tudi dolgoročne rezultate.

Tako je namen Kodeksa med drugim določiti standarde vodenja in nadzora v družbah s kapitalsko naložbo države ter oblikovati transparenten in razumljiv sistem korporativnega upravljanja v navedenih družbah.

Z dvigom kvalitete korporativnega upravljanja v družbah s kapitalsko naložbo države želijo dolgoročno izboljšati poslovanje teh družb v smislu interesa vseh deležnikov. Na ta način naj bi družbe izboljšale donos na vloženi kapital države in SDH, ter prispevale k uresničevanju strateških ciljev, ki so določeni s strategijo upravljanja naložb.

Določila pravijo, da naj predlog politike prejemkov organa vodenja v skladu s tem Kodeksom predloži nadzorni svet družbe s kapitalsko naložbo države, skupščini v sprejetje. Priprava predloga je v odgovornosti predsednika nadzornega sveta in komisije za imenovanja, če je ta oblikovana. Na podlagi tega mora nadzorni svet poskrbeti za to, da so prejemki članov uprave oziroma posloводства v skladu s politiko, ki je bila sprejeta na skupščini, v skladu z zakonom.

Med pomembnimi določbami za uspešno vzpostavitev politike prejemkov so naslednje smernice:

Nadzorni svet mora upoštevati finančne vplive predčasnih prekinitiv mandatov članov uprave oziroma posloводства. Veliko pozornosti je treba nameniti trajanju mandata in pogojem prekinitve delovnega razmerja.

Prejemki članov uprav oziroma posloводства so sestavljeni iz fiksnih in variabilnih prejemkov za uspešnost poslovanja, ki so ustrezno oblikovani glede na raven prejemkov v konkurenčnih družbah in morajo biti v skladu s predpisi, ki veljajo za posamezno družbo. Prejemki ne smejo biti vodilni na trgu, morajo pa biti konkurenčni.

Ne glede na to, ali je družba v popolni lasti države ali pa je država večinski ali celo le manjšinski delničar oziroma družbenik, se mora posebna pozornost posvečati zagotavljanju, da so prejemki članov uprave oziroma posloводства in najbolj odgovornih oseb kot tudi vseh zaposlenih v družbi takšni, da prispevajo k zagotavljanju in izboljševanju družbinih poslovnih priložnosti in konkurenčnosti.

Fiksno denarno plačilo članov uprave oziroma posloводства je dovolj visoko, da omogoča pridobitev vrhunskih strokovnjakov, motiviranih za odgovorno in dejavno delo, hkrati pa preprečuje neutemeljeno visoka plačila glede na uspešnost, potrebe in finančno stanje družbe.

V politiki prejemkov se določi podlage za določitev fiksnega prejemka, ob ustreznem upoštevanju 6. in 7. točke Kriterijev za individualne pogodbe o zaposlitvi managerjev. Fiksni denarni prejemek, ki članu uprave oziroma posloводства pripada zaradi realizacije obveznosti, ki jih ima po pogodbi, sprejete odgovornosti in lojalnosti do družbe, se določi v bruto mesečnem znesku. Vsi dodatki (dodatek za delovno dobo, dodatek za stalnost, dodatek za posebne obremenitve, plačilo nadurnega dela ipd.) ter vsi ostali prejemki, ki sicer pripadajo delavcem na podlagi Zakona o delovnih razmerjih in kolektivnih pogodb (npr. regres, božičnica), naj bodo vključeni v fiksno denarno plačilo, kar je treba v pogodbi izrecno navesti. Bonitete naj ne presegajo 15 % letnih fiksnih denarnih plačil.

Kriteriji za določanje variabilnih prejemkov za uspešnost poslovanja, ki jih določi nadzorni svet, morajo biti dobro premišljeni, jasno zastavljeni in pregledni, upoštevati pa morajo določbe ZGD-1, druge zakone, ki veljajo za posamezno družbo s kapitalsko naložbo države in priporočila Kodeksa upravljanja javnih delniških družb. Dodelitev variabilnih prejemkov je odvisna od vnaprej določenih meril uspešnosti. Ti kriteriji morajo vzpodbujati doseganje ciljev, ki so z akti upravljanja opredeljeni za posamezno družbo.

Variabilni del prejemkov mora biti v denarju. Politika prejemkov mora določati najvišje dovoljeni znesek variabilnega dela prejemka, vendar variabilni prejemki za kratkoročno uspešnost ne smejo presegati 30 % izplačanega fiksnega denarnega dela plače v poslovnem letu. Variabilni prejemki za dolgoročno uspešnost naj ne presegajo izplačanega fiksnega denarnega dela plače v poslovnem letu, variabilni prejemek za dolgoročno uspešnost naj se določi s sklepom nadzornega sveta na koncu vsakega poslovnega leta. Izplačilo 50 % tega prejemka se odloži najmanj za dve leti. Če članu

uprave oziroma posloводства mandat poteče pred potekom obdobja odloga izplačila, je upravičen do izplačila 50 % variabilnega prejemka za dolgoročno uspešnost že ob izteku mandata. Če je bil član uprave oziroma posloводства manj kot dve leti, mu 50 % variabilnega dela prejemka za dolgoročno uspešnost ne pripada.

Politika prejemkov mora določati najvišje dovoljeno odpravnino, pri čemer ne sme znašati več kot šestkratnik fiksnega denarnega mesečnega prejemka. Odpravnine so primerne le, če je član uprave oziroma posloводства odpoklican iz nekrivdnih razlogov. V ostalih primerih prenehanja vodstvene funkcije (odpoklic iz krivdnih razlogov, odstop s funkcije, neveljavnost imenovanja) ter v primeru, če se po prenehanju funkcije član uprave oziroma posloводства zaposli v družbi (oziroma ostane zaposlen), odpravnine niso primerne.

V splošnih pogojih politike prejemkov se mora nujno predvideti situacije in okoliščine, v katerih zunanje okoliščine izven dosega družbe negativno vplivajo na poslovanje družbe. V takih primerih mora biti v shemi prejemkov omogočeno, da se ne izplačajo dogovorjeni prejemki ali da se vsaj odloži izplačilo na drug termin, ki bolj ustreza družbi. Ravno tako mora biti podana možnost, da se prejemki odpovedo ali vzamejo nazaj, če so bili izplačani zaradi manipulacije s poslovnimi kazalniki ali povzročeni s katerimikoli drugimi prepovedanimi ali neetičnimi dejanji.

Če je član uprave oziroma posloводства nadrejene družbe v skupini hkrati tudi član nadzornega sveta podrejene družbe, je kot član nadzornega sveta podrejene družbe upravičen le do povračila dejanskih stroškov v skladu s tem Kodeksom. Zahtevnost in obseg nalog in odgovornost vodenja skupine s strani nadrejene družbe se ustrezno upošteva pri določitvi fiksnega dela prejemkov člana uprave oziroma posloводства nadrejene družbe v skupini (vendar ne več kot v višini dodatnih 30 % fiksnega dela prejemka glede na siceršnjo višino le-tega in če je to predvideno v politiki prejemkov). Uprava oziroma posloводство obvladujoče družbe koncerna mora skrbno presoditi smotrnost obstoja nadzornega sveta kot organa v odvisni družbi (zlasti pogodbenega) koncerna.

V družbah s kapitalsko naložbo države, kjer je poslovanje povezano z večjimi tveganji nastanka škode za družbo in so zato tudi poslovne odločitve bolj tvegane, s člani uprave oziroma posloводства sklene pogodba o zavarovanju odgovornosti. Udeležba odgovornega pri plačilu odškodnine naj bo najmanj v višini 10 % škode, vendar ne več kot v višini polletnega zneska bruto fiksnega plačila člana uprave oziroma posloводства. Na letni skupščini predsednik uprave poda oceno ustreznosti prejemkov članov uprave oziroma posloводства in njihovo usklajenost s politiko, sprejeto na skupščini.



### **3 ANALIZA PREJEMKOV MANAGERJEV V SLOVENSКИH DRŽAVNIH DRUŽBAH**

#### **3.1 Hipoteze**

Po predstavitvi predhodnih študij na področju nagrajevanja managerjev, dejavnikov nagrajevanja in zakonskega okvira za nagrajevanje managerjev v slovenskih državnih družbah, sledi predstavitev hipotez, ki jih bom v empiričnem delu preizkusila in tako skušala določiti dejavnike, ki vplivajo na nagrajevanje managerjev v slovenskih državnih družbah.

V zvezi s postavljenimi hipotezami oziroma tudi preučevanimi kontrolnimi spremenljivkami je potrebno še enkrat omeniti Lahovnikov zakon, ki je osnovne plače vodilnih menedžerjev v podjetjih v večinski državni lasti leta 2010 omejil na tri do petkratnik povprečne plače podjetja ali skupine, variabilni del prejemkov pa na največ do 30 % izplačanih osnovnih plač managerju v preteklem letu. Zgornjo mejo višine odpravnine predstavlja šestkratnik osnovnega mesečnega izplačila managerju. V največji odvisnosti od tega sta postavljeni hipotezi številka 3 in 4 ter kontrolni spremenljivki, medtem ko sta prva in druga hipoteza s tem povezani posredno, preko uspešnosti.

Najprej preverjam, ali so prejemki managerjev povezani z uspešnostjo. Glede na to, da Lahovnikov zakon omogoča določeno variabilno nagrajevanje, me zanima, ali managerji prejemaajo prejemke glede na uspešnost, ali so cilji postavljeni tako, da jih prejemaajo kot povečanje fiksne plače:

H1: Večja uspešnost pozitivno vpliva na višje prejemke managerjev v državnih podjetjih.

Stopnja internacionalizacije v Lahovnikovem zakonu ni vključena v formulo za izračun managerskih prejemkov. Se pa zato pojavi v Priporočilih Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah, kjer je vključena v formulo za izračun stopnje zahtevnosti vodenja družbe. Na podlagi tega izračuna, so v priporočilih določeni okviri zneskov, v katerih naj bi se gibal managerjevi prejemki. Višja kot je internacionalizacija družbe, bolj je zahtevno vodenje družbe in določeni so večji prejemki managerjev. Preveriti želim, ali temu tudi dejansko sledijo v podjetjih:

H2: Prejemki managerjev se višajo z internacionalizacijo podjetja.

V Lahovnikovem zakonu so postavljene omejitve glede prejemkov managerjev, ki se navezujejo na panogo v kateri podjetje deluje. Zaradi določbe v zakonu, ki je podjetjem, ki opravljajo dejavnosti oskrbe z vodo, električno energijo, plinom in paro, dejavnosti

povezane s cestno infrastrukturo ter storitev v rudarstvu, dodelila manjše mnogokratnike za določanje managerskih prejemkov, sem postavila tretjo hipotezo:

H3: Prejemki managerjev se razlikujejo med panogami.

Lahovnikov zakon se nanaša na družbe z večinskim državnim lastništvom in ne zgolj na podjetja, ki so v državni lasti. Tako morajo ta zakon upoštevati samo tiste družbe, v katerih državni delež znaša 50 % ali več. Na to se nanaša četrta hipoteza, v kateri bom preverila, ali se višina prejemkov med tema dvema vrstama družb razlikuje:

H4: Pretežno državno lastništvo negativno vpliva na višino prejemkov managerjev.

Po Lahovnikovem zakonu sta tako velikost podjetja kot tudi povprečna plača na zaposlenega vključeni v formulo za izračun prejemkov managerjev. Zato bom, kot sem že omenila, ocenjevala še dve kontrolni spremenljivki in sicer vpliv velikosti podjetja ter povprečno plačo na zaposlenega na prejemke managerjev.

Velikost prejemkov managerjev je odvisna od velikosti podjetja, ki ponazarja kompleksnost organizacije, večjo težavnost upravljanja, več potrebnega strokovnega znanja in odgovornosti, kar ustvarja zahtevo po višjih nagradah. Velika podjetja imajo načeloma tudi večje denarne tokove, več dobička v absolutnem znesku in zato za izplačevanje višjih nagrad obstajajo večji viri (Gregorič et al., 2004).

### **3.2 Vzorec in podatki**

V analizo so zajeti podatki za 46 državnih podjetij. Res je, da se zakonodaja sklicuje na podjetja, ki so v pretežni lasti države, vendar bi bil vzorec podjetij v tem primeru premajhen. Posledično sem družbe izbrala na podlagi naslednjih dveh kriterijev:

- državno lastništvo v izbranih podjetjih je na dan 31.10.2015 znašalo minimalno 2 %, kar mi omogoča dovolj velik vzorec ter primerjavo družb v večinski in manjšinski državni lasti;
- podjetje na dan 31.10.2015 ni v postopku stečaja ali likvidacije.

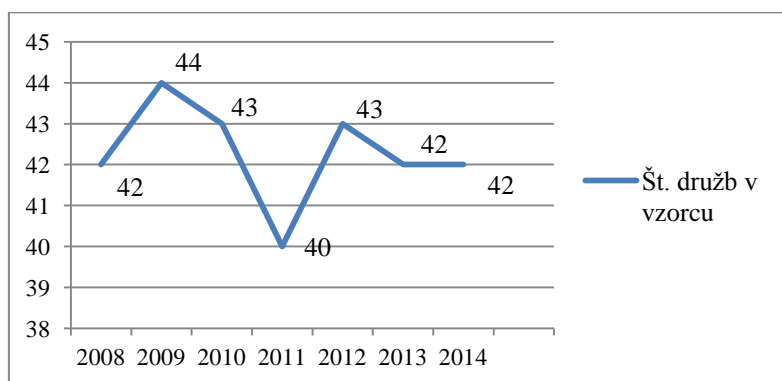
Podatki so pridobljeni iz javno dostopnih letnih poročil podjetij in sicer od leta 2008 do 2014, za 46 podjetij. Upoštevati moramo dejstvo, da v vseh letih za vsa podjetja ni bilo dostopnih ustreznih podatkov. Ob glavnem viru podatkov, ki so bila letna poročila družb v obliki, kot jih ta objavljajo na svojih uradnih spletnih straneh in iz katerih sem podatke pridobivala za vsako leto in postavko posebej, sta za dodatni vir podatkov služili tudi spletni strani Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence (AJ PES) in poslovnega portala Gvin.

V vzorcu so v Tabeli 3 navedene družbe, pri čemer je v oklepajih naveden delež državnega lastništva na dan 31.10.2015:

*Tabela 3: Družbe v vzorcu s pripadajočim državnim deležem*

Družbe v vzorcu s pripadajočim državnim deležem		
Abanka d.d. (100%)	Elektro gorenjska d.d. (79,73%)	Petrol d.d. (19,75%)
Adria airways d.d. (71,95%)	Elektro Maribor d.d. (79,5%)	Sava d.d. (11,09%)
Adria d.o.o. (12,24%)	Gen energija d.o.o. (100%)	SID d.d. (99,41%)
Casino Bled d.d. (43%)	Goriške opekarne d.d. (12,32%)	SIJ d.o.o. (25%)
Casino Portorož d.d. (9,46%)	Holding slo elektrarne d.o.o. (100%)	Slovenske železnice d.o.o. (100%)
Cetis d.d. (7,47%)	Hit d.d. (20%)	Snežnik d.d. (70%)
Cimos d.d. (24,26%)	Infra d.o.o. (100%)	Telekom Slovenije d.d. (66,79%)
Cinkarna Celje d.d. (11,41%)	Kapitalska družba d.d. (100%)	Unior d.d. (39,42%)
D.S.U. d.o.o. (100%)	KDD d.d. (19,23%)	VGP Drava d.d. (25%)
DARS d.d. (100%)	Kontrola zračnega prometa d.o.o. (100%)	VGP Kranj d.d. (25%)
Dom upokojencev Idrija d.o.o. (18,91%)	Krka d.d. (16,21%)	VGP Mura d.d. (25,01%)
DRI d.o.o. (100%)	Luka Koper d.d. (62,13%)	VGP Novo mesto d.d. (25%)
Elektro Celje d.d. (79,5%)	Mb livarna d.d. (32,73%)	Zavarovalnica Triglav d.d. (62,56%)
Elektro Ljubljana d.d. (79,8%)	Nafta Lendava d.o.o. (100%)	Žito d.d. (12,26%)
Elektro primorska d.d. (79,5%)	NKBM d.d. (100%)	
Elektrooptika d.d. (70,48%)	Nilb d.d. (100%)	

*Slika 2: Število družb zajetih v vzorec po letih*



Število družb v vzorcu se po letih ni bistveno spreminjalo, kar je razvidno iz zgornje slike. V letu 2008 je v vzorcu 42 družb, leta 2009 je število družb v vzorcu na najvišjem nivoju, to je 44 družb. Za leto 2010 je v vzorcu 43 družb in v letu 2011 40 družb, kar je tudi najnižje število družb v preučevanem obdobju. Leta 2012 je med proučevanimi družbami 43 družb, medtem ko je v letu 2013 in 2014 število družb na istem nivoju, to je 42. Kot sem omenila že prej, odstopanja nastanejo zaradi v določenih letih nedostopnih podatkov v družbah.

V analizo sem zajela vse člane uprav proučevanih podjetij. Število članov uprav se je po letih gibalo sledeče: Leta 2008 je bilo v okviru raziskanih podjetij 113 članov uprav, 121 v letu 2009, leta 2010 se je število nekoliko zmanjšalo in sicer na 112. Leta 2011 je bilo v družbah skupaj 108 članov uprav, 114 jih je bilo leta 2012, ter 107 članov uprav leta 2013. Zadnje leto so družbe šteje 110 članov uprav.

Povprečno število članov uprave je v letu 2008 znašalo 2,7 člana uprave in leto kasneje 2,8 člana uprave. Leta 2010 je bilo povprečje 2,6 člana uprave, ter leta 2011 in 2012 2,7 člana uprave. Leta 2013 je povprečje 2,6 člana uprave, prav tako zadnje leto. Število članov uprave se med leti torej ni bistveno spreminjalo.

Do sprememb pri številu članov uprav je skozi vsa leta prišlo v 32 % primerov. Zanimiv podatek, ki se pojavi v povezavi s številom članov uprav, so še menjave oziroma odhodi določenih članov uprav. Med prej omenjenimi 93-imi primeri sprememb števila članov uprav, je med njimi 81 takih, pri katerih je šlo za zmanjšanje števila članov uprav, torej bi v zvezi s tem lahko pričakovali razkrite zneske odpravnin. Slednje je razkrito zelo slabo, saj je med vsemi 81-imi primeri le 10 primerov poročil takih, ki so zneske odpravnin razkrile. Med 10-imi letnimi poročili se znajdejo poročila zgolj štirih različnih družb.

### **3.3 Metoda**

Iz zbranih podatkov za leta 2008–2014 najprej predstavljam opisne rezultate. Ker me v magistrski nalogi zanima, ali so skupni letni bruto prejemki na člana uprave odvisni od katere od štirih spremenljivk, ki sem jih predhodno določila, ocenjujem tudi regresijski model.

V analizo so zajeti panelni podatki, zato uporaba klasične multiple regresije ni mogoča. Posledično sem za testiranje hipotez uporabila regresijo s panelnimi podatki (angl. *panel data regression*), ki temelji na spremljanju istih opazovanih enot skozi različna časovna obdobja.

K regresijski analizi panelnih podatkov lahko pristopimo na tri načine (Woolridge, 2002). Ena od vrst analiz regresijskih podatkov je združena regresija (angl. *pooled regression*), ki jo izvedemo po metodi najmanjših kvadratov odklonov (angl. *ordinary least squares*

method – OLS). Poznamo tudi model stalnih učinkov (angl. *fixed effects model*) in model naključnih učinkov (angl. *random effects model*).

Združena regresija nam omogoča, da med podatki ni časovnih razlik, niti razlikovanja med posameznimi podatki. Ker v moji analizi ni prisotnega velikega števila subjektov, sem se odločila za izvedbo združene regresije.

Združeno regresijo sem izvedla v programskem paketu Stata, saj nam SPSS izvedbo tovrstne regresije ne omogoča.

Model združene regresije zapišemo sledeče:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 * x_{it1} + \beta_2 * x_{it2} + \dots + \beta_k * x_{itk} + \varepsilon ; \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T; \quad (1)$$

pri čemer N označuje število preučevanih enot, T število preučevanih obdobj in  $x_{itk}$  vrednost k- te neodvisne spremenljivke i- te enote v opazovanem času t.

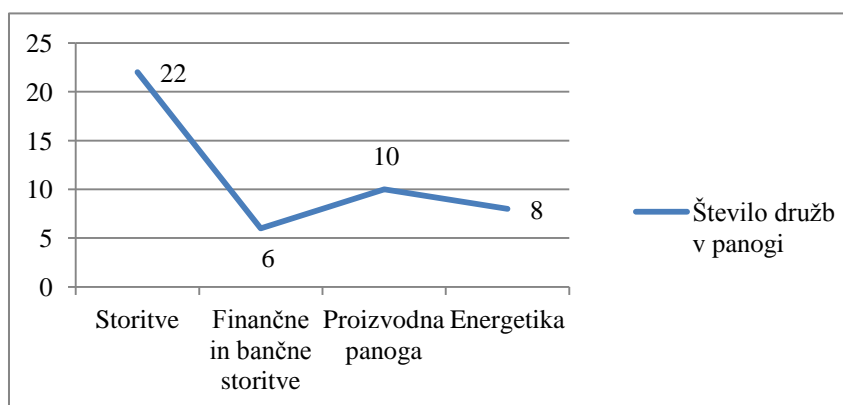
Parameter  $\alpha$  je konstantni člen, ki je enak za vse enote in se skozi preučevana obdobja ne spreminja.  $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$  predstavljajo ocenjene parametre.  $\varepsilon_{it}$  je napaka preučevane enote v obdobju t, predpostavke pa so, da je  $\varepsilon$  neodvisna in slučajna spremenljivka z aritmetično sredino 0 in varianco  $\sigma^2_{\varepsilon}$ . Vsi  $x_{it}$  so neodvisni od  $\varepsilon_{it}$  za vse i, t, k.

### 3.4 Opisni rezultati

Vse družbe, ki so bile zajete v vzorcu, sem razvrstila v eno izmed štirih panog, ki sem si jih za preverjanje hipotez v nadaljevanju določila. Vsako izmed podjetij se je uvrstilo v eno izmed naslednjih panog: Storitvena panoga, pri kateri sem ločeno obravnavala finančne in bančne storitve, proizvodna panoga in energetika.

Rezultat razvrstitve podjetij glede na število družb v posamezni panogi prikazujem v Sliki 3:

Slika 3: Število družb v posameznih panogah



Kot je razvidno iz Slike 3, se je izmed 46-ih družb 22 družb uvrstilo med storitvene dejavnosti, 6 med finančne in bančne storitve, 11 v proizvodno panogo in 8 družb v energetiko.

V strukturi državnih podjetij torej krepko prevladujejo storitvena podjetja. V letu 2008 je število zaposlenih znašalo 1.694. Leta 2009 je število narastlo na 1.825 zaposlenih in leta 2010 znašalo 1.818 zaposlenih.

Povečanje zasledimo še leta 2011, ko je število zaposlenih znašalo 1.875, čemur sledi padec števila zaposlenih in sicer na 1.728 zaposlenih leta 2012. Rahel vzpon na 1.741 zaposlenih opazimo leta 2013 in ponovni padec na 1.687 zaposlenih leta 2014, kar je tudi najnižji nivo v preučevanem obdobju.

Povprečno število zaposlenih v letih od 2008 do 2014 je 1.767 zaposlenih. Število zaposlenih se v povprečju odklanja od aritmetične sredine za 2.454 zaposlenih.

*Tabela 4: Povprečno število zaposlenih po letih v družbah v vzorcu*

<b>Leto</b>	<b>Povprečno število zaposlenih</b>
2008	1.694
2009	1.825
2010	1.818
2011	1.875
2012	1.728
2013	1.741
2014	1.687

### **3.4.1 Prejemki managerjev**

V preučevanih družbah sem ugotavljala prejemke managerjev glede na fiksne prejemke, variabilne prejemke in prejemke iz naslova bonitet. Prav tako sem jih želela ločiti glede na prejemke predsednika uprave in prejemke ostalih članov uprav.

Ob pregledovanju letnih poročil sem odkrila, da tovrstna razvrstitev ne bo možna v celoti, saj podjetja v še kar dobri meri razkrivajo poimenske prejemke, a jih v večini ne ločujejo na fiksne prejemke, variabilne prejemke in prejemke iz naslova bonitet.

V nadaljevanju prikazujem rezultate v zvezi s poimenskimi razkritji in razkritji po posameznih vrstah prejemkov.

Tabela 5: Število družb s poimenskimi razkritji bruto prejemkov uprav v letih 2008-2014

Leto	Število družb s poimenskimi razkritji	Število družb v vzorcu	Delež družb s poimenskimi razkritji (v %)
2008	23	42	55%
2009	38	44	86%
2010	38	43	88%
2011	35	40	88%
2012	38	43	88%
2013	37	42	88%
2014	36	42	86%

Iz tabele je razvidno, da je najmanjši delež poimenskih razkritij prisoten v letu 2008, slednjih je namreč le 55 %. Že naslednje leto sledi znatno izboljšanje poročanja, saj se delež tistih, ki prejemke managerjev izkažejo poimensko, poveča na 86 %.

To povečanje transparentnosti lahko pripišemo noveli ZGD-1C, ki 294. člen dopolni z naslednjim: »Na skupščini, ki odloča o uporabi bilančnega dobička, mora poslovodstvo seznaniti delničarje s prejemki članov organov vodenja ali nadzora, ki so jih za opravljanje nalog v družbi prejeli v preteklem poslovnem letu. Informacija mora vsebovati prejemke za vsakega člana organa vodenja ali nadzora posebej in mora biti razčlenjena vsaj na fiksne in variabilne prejemke, udeležbo v dobičku, opcije in druge nagrade, povračila stroškov, zavarovalne premije, provizije in druga dodatna plačila. Informacija mora vsebovati tudi prejemke, ki so jih člani organov vodenja ali nadzora pridobili z opravljanjem nalog v odvisnih družbah. Takšna informacija mora biti razkrita tudi v letnem poročilu, skupaj s politiko prejemkov članov organov vodenja ali nadzora, če jo je skupščina določila.« Pred omenjeno novelo je bilo v skladu z zakonom potrebno razkriti zgolj znesek celotnih prejemkov poslovodstva.

Leta 2010 se odstotek podjetij, ki prejemke razkrivajo poimensko še dvigne in sicer na 88 % in na tej ravni ostane do zadnjega preučevanega leta. Leta 2014 pade na 86 %.

Nekaj manj je v letnih poročilih prisotnih razkritij prejemkov, ki so ločeni na fiksni in variabilni del, ter bonitete. Tudi politika prejemkov managerjev v letnih poročilih ni podrobno razkrita.

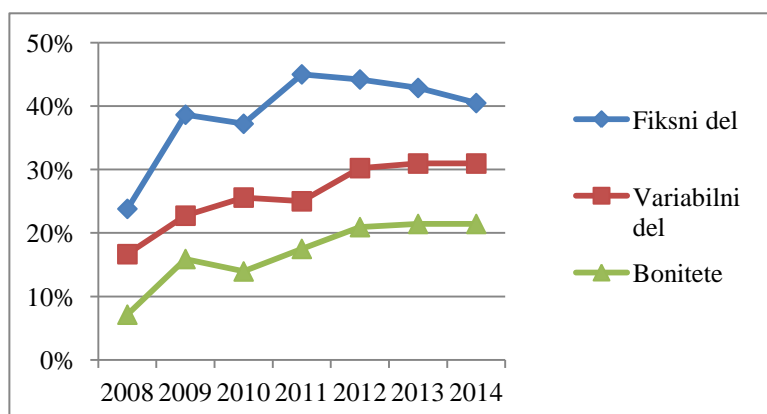
Največ, kar lahko v zvezi s tem v poročilih zasledimo, je pojasnilo, da so managerji za opravljanje dela v družbi upravičeni do prejemkov, ki so sestavljeni iz fiksnega in variabilnega dela, ter nagrad za uspešnost. Znatno podrobnejših obrazložitev glede tega ni zaslediti.

Tabela 6: Število družb v vzorcu z razkritji po posameznih vrstah prejemkov uprav po letih v obdobju 2008–2014

Leto	Fiksni del	Variabilni del	Bonitete	Celotni vzorec
2008	10	7	3	42
2009	17	10	7	44
2010	16	11	6	43
2011	18	10	7	40
2012	19	13	9	43
2013	18	13	9	42
2014	17	13	9	42

Iz Slike 4 je razvidno, da je največji del razkritij v vseh letih prisoten pri fiksnem delu prejemkov. Variabilni del razkritij je na nižjem nivoju kot fiksni, medtem ko so bonitete razkrite najslabše. Razmerja med posameznimi vrstami prejemkov lahko pripišemo temu, da je v večini letnih poročil moč zaslediti delitev na fiksne in ostale prejemke, oziroma na fiksne in variabilne prejemke ter ostale prejemke, pri čemer so v ostale prejemke vključene tako bonitete, kot tudi zavarovanja, povračila stroškov, dodatne nagrade in podobno, zato iz tega ni moč razbrati točno višino bonitet.

Slika 4: Delež družb v vzorcu z razkritji po posameznih vrstah prejemkov uprav po letih v obdobju 2008–2014



V Sliki 5 je prikazana sestava prejemkov managerjev po posameznih vrstah prejemkov v obdobju 2008–2014 za družbe z manjšinskim deležem države.



Slika 5: Sestava prejemkov managerjev po posameznih vrstah prejemkov v družbah z manjšinskim deležem države



Skupaj je v vzorcu družb z manjšinskim deležem 22 družb, ker pa je delež razkritij družb po posameznih vrstah prejemkov majhen, so v Sliki 5 po letih vključene družbe, ki omenjeno razkrivajo. V letu 2008 so to zgolj 3 družbe, 9 družb v letu 2009, 8 družb v letu 2010, 7 družb v letu 2011. Leta 2012 je število vključenih družb 9, v letih 2013 in 2014 pa je število družb enako, to je 10.

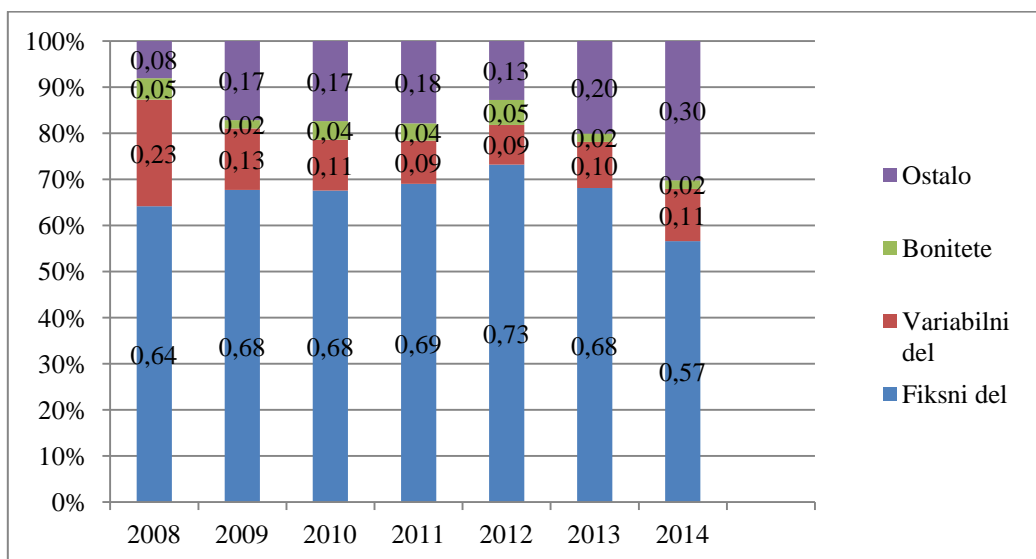
Vidimo lahko, da iz opisanega vzorca največji del prejemkov predstavlja fiksni del, v petih letih je delež slednjega namreč okoli 70 %. Variabilni del se giblje malo nad 20 %, največjo vrednost ima v letu 2008, ko znaša 29 %.

Najmanjši del predstavljajo bonitete, ki zavzemajo vrednost 1 % in 2 %, ter malo večji del še drugo, katerega vrednost se giblje med 3 % in 9 %, z izjemo leta 2008, ko je ta 17 %. Vrednosti, ki jih zavzame postavka drugo, pripišemo nerazkrivanju posameznih vrst prejemkov.

V Sliki 6 prikazujem še sestavo prejemkov managerjev družb v večinski državni lasti po posameznih vrstah prejemkov. V tem vzorcu je skupno število družb 25, delež razkritij po posameznih vrstah prejemkov pa je veliko višji kot pri družbah v manjšinski lasti države.

Leta 2008 je tako vključenih 24 družb, leta 2009 ena družba več, torej 25 družb, ter leta 2010 24 družb. Od leta 2011–2013 se število družb ne spreminja in je 23, leta 2014 pa je zopet vključenih 23 družb.

Slika 6: Sestava prejemkov managerjev po posameznih vrstah prejemkov v družbah z večinskim deležem države



Kot je razvidno iz grafikona, največji del prejemkov sestavlja fiksni del. Za fiksni delom največji del predstavlja ostalo, sledi variabilni del in na koncu še bonitete, ki predstavljajo najmanjši del.

Malo manj kot polovica celotnih prejemkov je torej razdeljena med variabilni del, bonitete in ostalo, pri čemer ima največji delež ostalo, ki je v letnih poročilih nespecificiran del prejemkov.

Posledica tako visokega dela nespecificiranega dela prejemkov je, da so ti v nekaterih letnih poročilih prikazani kot kombinacija tako bonitet, zavarovanj in ostalih prejemkov, zato se zneska na posamezne postavke ne da razčleniti.

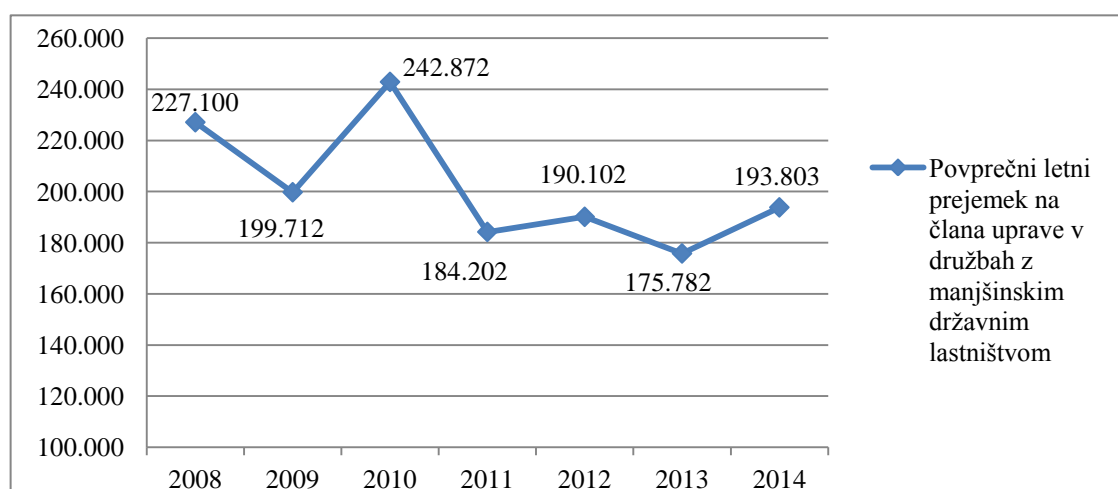
Če podatke iz Slike 6 primerjamo s podatki iz Slike 5, kjer so po vrstah prejemkov prikazani prejemki managerjev v družbah z manjšinskim državnim deležem, lahko vidimo, da imajo družbe z manjšinskim državnim lastništvom podanega manj deleža ostalih prejemkov, torej lahko sklepamo, da družbe v večinski lasti države v letnih poročilih slabše razčlenijo prejemke po vrstah prejemkov, morda pa je to tudi posledica prikrivanja prejemkov zaradi veljavne zakonodaje.

Medtem ko je delež fiksnih prejemkov v obeh vzorcih podjetij približno enak, je variabilni delež v državnih družbah z večinskim lastništvom države manjši. V družbah z večinskim državnim lastništvom se namreč giblje okoli 10 %, izjema je leto 2008, ko zavzame vrednost 23 %, v družbah z manjšinskim državnim lastništvom pa se ta delež giblje pretežno malo nad 20 %. Bonitete se v obeh vzorcih gibljejo pod najnižje, pri

čemer so v družbah z večinskim državnim lastništvom za malenkost višje od družb z manjšinskim državnim lastništvom.

Vsi prejemki managerjev se v analizi izkazujejo kot bruto zneski, saj prvič, zelo malo družb poroča o neto zneskih, izračunavanje neto zneskov pa ne bi bilo zadosti natančno. Gre torej za znesek, ki bremeni družbo, v kateri managerji opravljajo delo in ne za neto znesek, ki ga managerji dejansko prejmejo. V Sliki 7 prikazujem povprečne letne bruto prejemke na člana uprave v družbah z manjšinskim državnim deležem.

*Slika 7: Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave v družbah z manjšinskim državnim deležem*

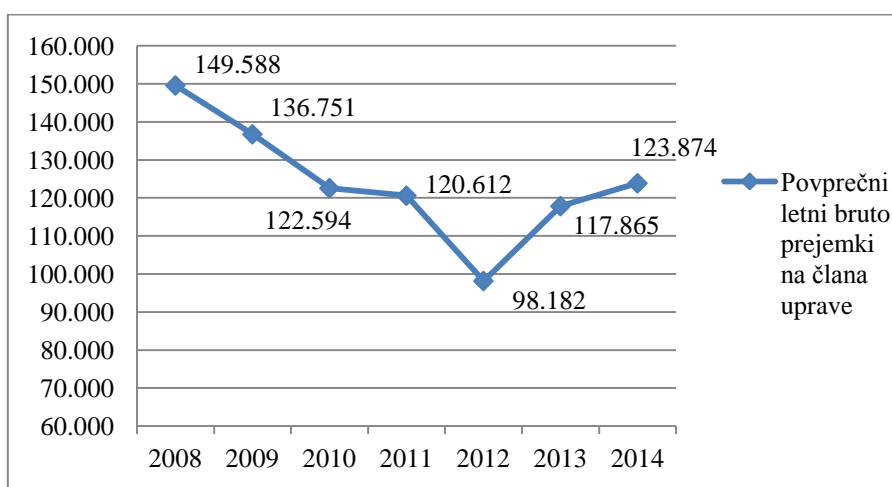


V vzorcu družb z manjšinskim državnim lastništvom je leta 2008 18 družb in 48 članov uprave. Leto kasneje 19 družb in 53 članov uprave. Leta 2010 število družb ostaja isto, število članov uprave pa je zmanjšano za enega, torej 52. 16 podjetij je v vzorcu v letu 2011, število članov uprav pa je 45. Leta 2012 je število podjetij, ki so vključena v vzorec 19, število članov uprav je zmanjšano za enega, na 44. Ena družba manj je v vzorcu v letu 2013, torej 18, število članov uprav šteje 46. V zadnjem preučevanem letu je število družb v vzorcu 19 in število članov uprav 44.

Povprečni bruto prejemki člana uprave v družbah z manjšinskim državnim lastništvom so leta 2008 znašali 227.100 EUR in leta 2009 padejo na 199.712 EUR. Leta 2010 dosežejo najvišjo raven, znašali so namreč 242.872 EUR. Omenjeno povečanje povprečnega letnega bruto prejemka na člana uprave lahko v največji meri pripišemo povečanju slednjih v družbi SIJ d.d., za skoraj 2.000.000 EUR. Leta 2011 se prejemki znižajo na 184.202 EUR ter leta 2012 znašajo 190.102 EUR. Leta 2013 padejo na najnižji nivo, 175.782 EUR in se leta 2014 zopet dvignejo na 193.803 EUR.

V Sliki 8 prikazujem povprečne letne bruto prejemke na člana uprave v družbah z večinskim državnim deležem. V vzorcu podjetij, ki so v večinskem lastništvu države je leta 2008 25 družb in 69 članov uprave, v letu 2009 število družb ostaja isto, članov uprave pa je 70. V letu 2010 je število družb v vzorcu 24 in se ne spreminja do konca preučevanega obdobja. Število članov uprave leta 2010 šteje 64 članov uprav. Leta 2011 znaša število članov uprav 65 in se leta 2012 dvigne na 73 članov uprav. Leta 2013 se število članov uprav družb v večinski lasti države zniža na 64. V zadnjem preučevanem letu je število članov uprav 70.

*Slika 8: Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave v družbah z večinskim državnim deležem*



Leta 2008 so povprečni letni bruto prejemki na člana uprave v družbah, ki so v večinski državni lasti, znašali 149.588 EUR. Leto kasneje opazimo nekoliko nižji znesek, to je 136.751 EUR. V letu 2010 in 2011 so povprečni letni bruto prejemki na člana uprave v družbah v večinski državni lasti skoraj na istem nivoju, leta 2010 znašajo 122.549 EUR, leta 2011 pa znašajo 120.612 EUR. Leta 2012 so povprečni letni bruto prejemki na člana uprave na najnižjem nivoju in sicer v vrednosti 98.182 EUR. Dvig opazimo že leta 2013, ko se ti ustavijo na 117.865 EUR in zadnje leto v preučevanem obdobju na 123.874 EUR. Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave torej padajo vse od začetka preučevanega obdobja in znaten padec zabeležijo leta 2012. Leta 2013 in 2014 povprečni bruto prejemki na člana uprave rastejo, vendar pa leta 2014 še vedno ne beležijo tako visokega nivoja, kot je bil ta v letu 2008.

### **3.4.2 Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave v primerjavi s povprečno plačo na zaposlenega**

Število zaposlenih je v letu 2008 znašalo 25.508. Povprečni mnogokratnik prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo je znašal 7,4. V letu 2009 povprečni

mnogokratnik prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo znaša 7,2. Število zaposlenih v letu 2009 znaša 35.304.

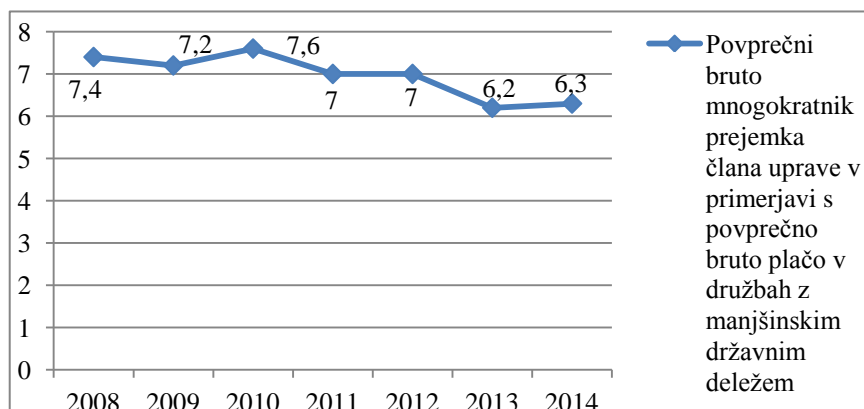
Leta 2010 število zaposlenih ostane skoraj na isti ravni, to je 35.241, povprečni bruto mnogokratnik prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo pa zraste na 7,6. V letu 2011 se zmanjša tako število zaposlenih, ki znaša 32.808, kot tudi povprečni bruto mnogokratnik prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo, ki je 7.

Leta 2012 je število zaposlenih 32.760, povprečni bruto mnogokratnik prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo pa je prav tako 7. Slednji ostane na isti ravni tudi leta 2013, medtem ko se število zaposlenih zmanjša na 31.550. V letu 2014 je število zaposlenih 31.325, povprečni bruto mnogokratnik prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo pa znaša 6,3.

*Tabela 7: Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave in povprečna letna bruto plača na zaposlenega v družbah z manjšinskim državnim deležem*

Leto	Povprečni letni bruto prejemek na člana uprave	Povprečna letna bruto plača na zaposlenega	Povprečni letni bruto mnogokratnik prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo
2008	227.100	25.246	7,4
2009	199.712	20.685	7,2
2010	242.872	21.979	7,6
2011	184.202	21.297	7
2012	190.102	22.231	7
2013	175.782	22.157	6,2
2014	193.803	23.127	6,3

*Slika 9: Povprečni bruto mnogokratnik prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo na zaposlenega v družbah z manjšinskim državnim deležem*



Na enak način sem analizirala še vzorec družb z večinskim državnim lastništvom. Rezultate le-tega najprej tabelarično in nato še grafično prikazujem spodaj:

*Tabela 8: Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave in povprečna letna bruto plača na zaposlenega v družbah v večinski državni lasti*

<b>Leto</b>	<b>Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave</b>	<b>Povprečna letna bruto plača na zaposlenega</b>	<b>Povprečni letni bruto mnogokratnik prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo</b>
2008	149.588	25.102	5,9
2009	136.751	25.816	5,3
2010	122.594	27.123	4,5
2011	120.612	27.066	4,5
2012	98.182	27.114	3,6
2013	117.865	25.585	4,6
2014	123.874	27.353	4,5

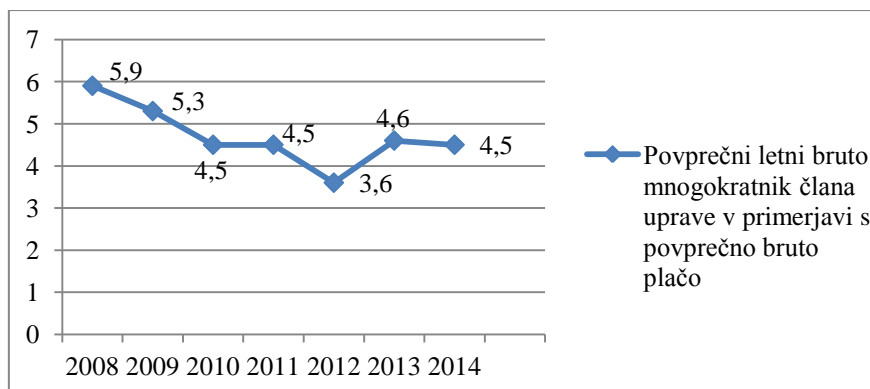
V letu 2008 je povprečna letna bruto plača v družbah z večinskim državnim lastništvom znašala 25.102 EUR. Povprečni letni bruto prejemki managerjev so bili v tem letu 5,9-kratnik povprečnih prejemkov zaposlenih v družbah. Leta 2009 so bili prejemki managerjev 5,3-kratnik povprečnih prejemkov zaposlenih v družbah, medtem ko je povprečna plača na zaposlenega znašala 25.816 EUR.

Leta 2010 in 2011 je mnogokratnik na enaki ravni, leta 2010 je povprečna plača na zaposlenega znašala 27.123 EUR, leta 2011 pa 27.066 EUR. Vrednost mnogokratnika je v obeh letih znašala 4,5.

Leta 2012 mnogokratnik doseže najnižjo raven, prejemki managerjev so bili od povprečne plače na zaposlenega, ki je znašala 27.114 EUR, 3,6-kratnik povprečnih prejemkov zaposlenih v družbah. So pa že leta 2013 prejemki managerjev 4,6-kratnik povprečnih prejemkov zaposlenih v družbah, ko pride do zmanjšanja povprečne plače na zaposlenega, ki znaša 25.585 EUR.

Zadnje leto preučevanega obdobja se tako povprečna plača na zaposlenega, ki znaša 27.353 EUR, kot tudi prejemki managerjev povečajo, zato povprečni letni mnogokratnik znaša 4,5. Povprečni letni bruto mnogokratniki prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo so torej manjši kot v vzorcu državnih podjetij.

Slika 10: Povprečni bruto mnogokratnik prejema člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo v družbah z večinskim državnim deležem

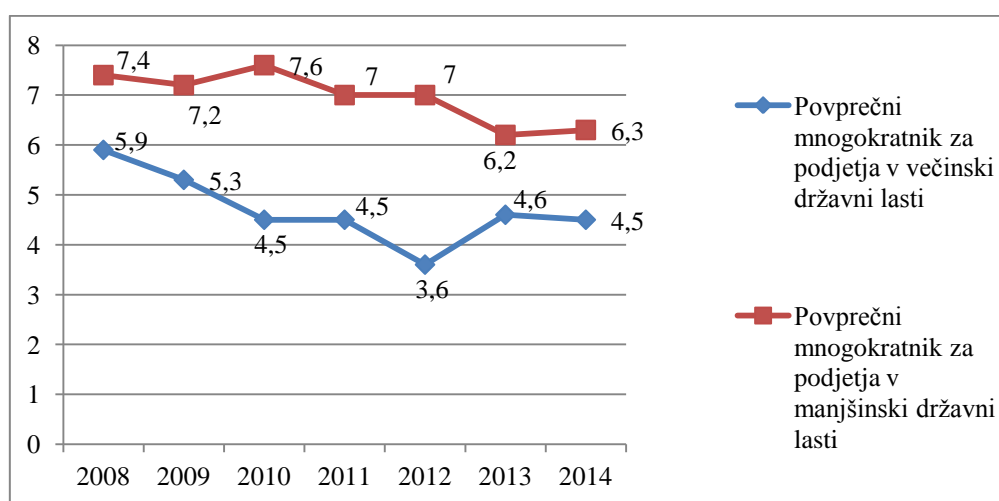


V Sliki 11 prikazujem primerjavo povprečnih letnih bruto mnogokratnikov prejemkov članov uprave v primerjavi s povprečno plačo na zaposlenega med družbami z manjšinskim in družbami z večinskim državnim deležem.

Povprečni letni bruto mnogokratnik prejemkov članov uprave v primerjavi s povprečno plačo na zaposlenega se v družbah z manjšinskim državnim lastništvom giblje nad povprečnim bruto mnogokratnikom prejemkov članov uprave v primerjavi s povprečno plačo na zaposlenega v družbah z večinskim državnim lastništvom.

Večje razmerje med plačami managerjev in ostalimi zaposlenimi je torej v družbah z manjšinskim državnim lastništvom.

Slika 11: Povprečni letni bruto mnogokratnik prejema člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo v družbah z večinskim in manjšinskim državnim deležem



Največja vrednost mnogokratnika v slednjih družbah je 7,6, medtem ko je največja vrednost mnogokratnika v družbah z večinskim državnim lastništvom 5,9. Najmanjšo vrednost mnogokratnika v družbah z manjšinskim lastništvom države predstavlja vrednost 6,2, v družbah z večinskim lastništvom države pa 3,6.

### 3.4.3 Prejemki managerjev po panogah

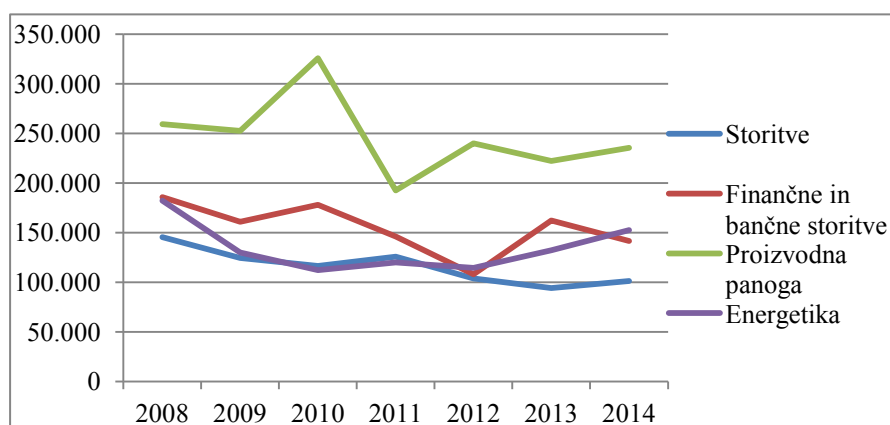
Na najvišjem nivoju se gibljejo povprečni letni prejemki na člana uprave v proizvodni panogi. Tu se nahajata podjetji SIJ d.d. in Krka d.d., katerih managerji imajo najvišje prejemke izmed podjetij v celotnem vzorcu. Prav tako se na podjetja, ki so bila razporejena v to panogo, ne nanašajo omejitve iz Lahovnikove zakona.

Najvišji nivo povprečni letni prejemki na člana uprave v proizvodni panogi dosežejo v letu 2010, v vrednosti 325.720 EUR, ter najnižjega leta 2013, v vrednosti 222.151 EUR.

Pod povprečnimi letnimi bruto prejemki na člana uprave proizvodne panoge se gibljejo povprečni letni bruto prejemki na člana uprave panoge finančnih storitev, in sicer med 141.557 EUR leta 2014 in 185.878 EUR leta 2008.

Pod panogo finančnih storitev in nad storitveno panogo se večino let giblje energetika, ki najvišji nivo doseže leta 2008 in sicer v vrednosti 182.334 EUR povprečnega letnega bruto prejemka na člana uprave in najnižji nivo leta 2010, v vrednosti 112.104 EUR.

*Slika 12: Povprečni letni bruto prejemki na člana uprave po panogah*



Storitvena panoga je večino let na najnižjem nivoju med vsemi panogami, slednjega leta 2013 doseže s 93.980 EUR povprečnega letnega bruto prejemka na člana uprave, medtem ko je leta 2011 s 125.761 EUR celo malo nad povprečnimi letnimi bruto prejemki na člana uprave iz energetike.



Energetska in storitvena podjetja so zaradi vpliva Lahovnikovega zakona pričakovano nižje na sliki, saj se omejitve iz zakona z mnogokratniki za izračun plač med drugim nanašajo tudi na podjetja iz teh dveh področij.

V Tabeli 9 in nato še v Sliki 13 glede na panoge prikazujem povprečni mnogokratnik bruto prejemka na člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo.

*Tabela 9: Povprečni mnogokratnik bruto prejemka na člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo*

<b>Leto</b>	<b>Storitve</b>	<b>Finančne in bančne storitve</b>	<b>Proizvodna panoga</b>	<b>Energetika</b>
2008	4,4	12,7	7,4	3,2
2009	3,9	9,6	8,6	3,6
2010	3,4	10,9	9,9	2,5
2011	3,9	10,5	7,7	2,5
2012	3,0	8,3	10,1	2,2
2013	4,9	12,5	8,1	2,6
2014	4,5	9,3	8,5	2,4

Povprečni mnogokratnik bruto prejemka na člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo se v panogi finančnih storitev giblje najvišje. Leta 2008 so prejemki na člana uprave 12,7-kratnik povprečne bruto plače na zaposlenega. Na najvišjem nivoju se v panogi finančnih storitev znajdejo leta 2012, ko mnogokratnik znaša 8,3.

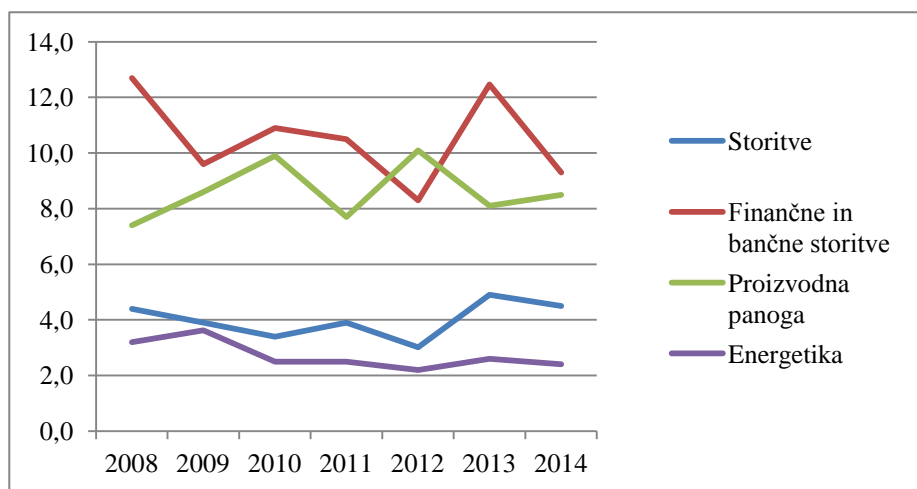
Takoj pod panogo finančnih storitev se nahaja proizvodna panoga, ki v letu 2012 z najvišjim mnogokratnikom, to je 10,1 celo preseže panogo finančnih storitev. Na najnižjem nivoju se znajde leta 2008, ko je povprečni bruto prejemek na člana uprave 7,4-kratnik povprečne bruto plače.

V spodnjem delu grafikona se gibljeta storitvena panoga in energetika, pri čemer je storitvena panoga vseskozi nad energetiko.

Najvišji nivo povprečnega mnogokratnika bruto prejemka na člana uprave, v primerjavi s povprečno bruto plačo v storitveni panogi je v letu 2013 z vrednostjo 4,9. Le leto pred tem je slednji na najnižjem nivoju, to je 3. Prav tako se v letu 2013 na najnižjem nivoju giblje mnogokratnik v energetiki in sicer z vrednostjo 2,2.

Najvišji povprečni mnogokratnik bruto prejemka na člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo na zaposlenega je v energetiki prisoten leta 2009, ko znaša 3,6.

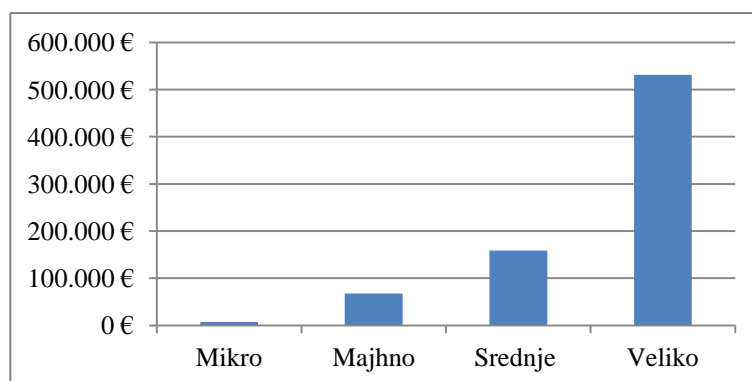
Slika 13: Povprečni mnogokratnik bruto prejema na člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo po panogah



### 3.4.4 Prejemki managerjev glede na velikost podjetja

Kot je razvidno iz spodnje slike, je velikost povprečnih prejemkov managerjev v velikih podjetjih značilno večja od ostalih. Ker je velikost podjetja tudi ena od kontrolnih spremenljivk, ki ju opazujem, lahko torej na podlagi tega potrdim, da so prejemki managerjev v večjih državnih družbah višji. Slednja trditev je bila na podlagi teorije in preteklih izvedenih študij tudi pričakovana.

Slika 14: Povprečni prejemki na managerja glede na velikost podjetja



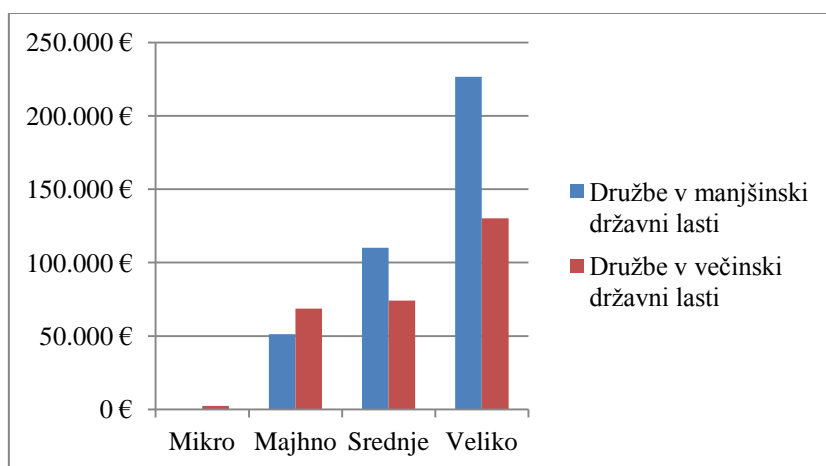
Povprečni prejemki na managerja v velikih podjetjih v preučevanem obdobju znaša 530.875 EUR. Že pri srednje velikih podjetjih je ta znesek bistveno manjši, znaša namreč 159.483 EUR. Povprečni prejemki na managerja v majhnih podjetjih znaša 67.8339 EUR, medtem ko ta v mikro podjetjih v letih 2008–2014 znaša 6.901 EUR.

V Sliki 15 prikazujem še povprečne prejemke na managerja glede na velikost podjetja, ločeno za družbe z manjšinskim državnim deležem in družbe z večinskim državnim deležem.

Družbe, ki so v manjšinski državni lasti imajo pretežno višje povprečne prejemke na managerja. Izjema so povprečni prejemki na managerja v majhnih podjetjih, kjer je povprečni prejemek na managerja višji v družbah, ki so v večinski državni lasti.

Mikro družb med družbami, ki so v manjšinski državni lasti ni, zato povprečnih prejemkov na managerja za to vrsto družb ni moč podati.

*Slika 15: Povprečni prejemki na managerja glede na velikost podjetja in državno lastništvo*



## 4 PREVERJANJE MODELA

### 4.1 Opis spremenljivk

Odvisno spremenljivko v modelu predstavljajo skupni prejemki uprave (lnSKUPAJPREJ), in so naravni logaritem celotnih bruto prejemkov uprave v preučevanem obdobju.

Skupni prejemki vsebujejo fiksne prejemke, variabilne prejemke, bonitete in druge prejemke, ki v letnih poročilih niso bili specificirani.

Uporabljeni so agregatni podatki, skupne prejemke članov uprave sem namreč delila s številom članov uprave, saj kot sem že omenila, podjetja v letnih poročilih niso prikazovala prejemkov managerjev po posameznih vrstah v popolnosti.

**Panoga.** Za potrebe regresijske analize prejemkov uprav sem podjetja razdelila med štiri panoge. V sami regresijski analizi so bile finančne in bančne storitve šifrirane s številom 1, storitvene dejavnosti s številom 2, s številom 3 proizvodna panoga in s številom 4 energetika. V model je tako vključena spremenljivka PANOGA.

**Uspešnost.** Za preverjanje vpliva uspešnosti podjetja na odvisno spremenljivko sem uporabila 3 kriterije uspešnosti, in sicer kazalnike: Čista donosnost sredstev (v nadaljevanju ROA), čista donosnost kapitala (v nadaljevanju ROE) in profitno maržo.

Kazalnik ROA izračunamo kot razmerje med čistim dobičkom in sredstvi, iz katerega lahko razberemo uspešnost posloводства pri upravljanju s sredstvi. Meri torej donosnost sredstev in nam pove, koliko je izkazanega čistega dobička ali izgube na denarno enoto sredstev.

Kazalnik ROE izračunamo kot razmerje med čistim dobičkom in kapitalom, iz katerega lahko razberemo uspešnost posloводства upravljanja s premoženjem lastnikov. Meri torej donosnost kapitala in nam pove, koliko čistega dobička ali izgube je ustvarjeno z denarno enoto vloženega kapitala.

Kazalnik profitna marža izračunamo kot razmerje med dobičkom in celotnimi prihodki, iz katerega lahko razberemo, koliko dobička doseže podjetje na enoto prihodka.

**Internacionalizacija.** Spremenljivko internacionalizacije sem v modelu merila z vrednostjo prodaje podjetij na tujih trgih (lnTUJITRGI). Slednjo vrednost sem uporabila zato, ker je to edina vrednost, s katero lahko v teh okvirih raziskovanja merim internacionalizacijo.

**Delež državnega lastništva.** Spremenljivka delež državnega lastništva je v modelu predstavljala dihotomno spremenljivko. Družbam, z večinskim državnim lastništvom je bila dodeljena številka 1 in družbam z manjšinskim državnim lastništvom številka 0.

## 4.2 Rezultati ocene modela

V nadaljevanju podajam rezultate ocene modela. Ker je med spremenljivkama profitna marža in ROA prisotna močna povezanost, sem se zaradi problema multikolinearnosti odločila za ocenjevanje dveh različnih modelov.

Tako en model izmeri kazalnikov uspešnosti vsebuje ROA in ROE, drugi pa ROE in profitno maržo.

Tabela 10: Korelacije med spremenljivkami za obdobje 2008–2014

	Skupaj prejemki	Panoga	ROA	ROE	Profitna marža	Tuji trgi	Državno lastništvo	Velikost	Povprečna plača na zaposlenega
Skupaj prejemki	1,0000								
Panoga	0,0020	1,0000							
ROA	0,0723	0,0705	1,0000						
ROE	-0,0505	-0,0014	0,0897	1,0000					
Profitna marža	0,0442	0,0272	0,5417*	-0,9494*	1,0000				
Tuji trgi	0,5689*	0,3302*	0,1166	-0,0261	0,0291	1,0000			
Državno lastništvo	-0,1815*	0,0631	0,1308*	0,0417	-0,0504	-0,1082	1,0000		
Velikost	-0,3214*	-0,2388*	0,0922	0,2112*	-0,2169*	-0,2199*	-0,1009*	1,0000	
Povprečna plača na zaposlenega	-0,0281	0,1675*	0,1568*	0,0725	0,1131	0,0992	0,1844*	-0,0228	1,0000

**Legenda:** \* Statistična značilnost pri 5% in 1%

Z ocenjevanjem modela v programskem paketu Stata sem prišla do rezultatov, ki jih prikazujem v tabeli:

Tabela 11: Rezultati regresijske analize za obdobje 2008-2014

Spremenljivka	Model 1		Model 2	
	Koeficient (Std. odkl.)	t- test	Koeficient (Std. odkl.)	t- test

se nadaljuje

*Tabela 11: Rezultati regresijske analize za obdobje 2008-2014 (nad.)*

Spremenljivka	Model 1		Model 2	
	Koeficient (Std. odkl.)	t- test	Koeficient (Std. odkl.)	t- test
Konstanta	3,831 (0,403)	9,51	3,779 (0,402)	9,40
ROA	0,499 (0,250)	1,99*		
ROE	-0,044 (0,036)	-1,23	-0,058 (0,037)	-1,56
Profitna marža			0,152 (0,079)	1,90
Tuji trgi	0,006 (0,007)	0,93	0,006 (0,007)	0,85
Panoga	-0,149 (0,025)	-6,00*	-0,155 (0,025)	-6,13*
Delež državnega lastništva	-0,154 (0,047)	-3,26*	-0,147 (0,047)	-3,13*
Velikost	0,491 (0,038)	12,78*	0,497 (0,039)	12,77*
Povprečna plača na zaposlenega	0,037 (0,084)	0,44	0,047 (0,084)	0,58
<b>R<sup>2</sup></b>		0,41		0,41
<b>F-test</b>		28,01		27,93
<b>Stopnja značilnosti (F)</b>		0,000		0,000

**Legenda:**\* Statistična značilnost pri 5%

Z vrednostjo F- testov sem preverila veljavnost Modela 1 in Modela 2. Pri prvem modelu slednja znaša 28,01 in pri drugem 27,93. Oba modela pri stopnji značilnosti 5 % zavrneta

ničelno domnevo, kar pomeni, da neodvisne spremenljivke vplivajo na prejemke managerjev. Determinacijski koeficient (v nadaljevanju  $R^2$ ) je v prvem modelu 0,41, kar pomeni, da z variabilnostjo neodvisnih spremenljivk v prvem modelu pojasnimo 41 % variabilnosti prejemkov managerjev.  $R^2$  v drugem modelu je prav tako 0,41, kar pomeni, da z variabilnostjo neodvisnih spremenljivk tudi v drugem modelu pojasnimo 41 % variabilnosti prejemka managerjev.

Statistično značilne spremenljivke v prvem modelu so panoga, delež državnega lastništva in ROA. Prav tako je statistično značilna ena od kontrolnih spremenljivk, to je velikost družbe. Te spremenljivke pri stopnji značilnosti 5 % vplivajo na odvisno spremenljivko prejemki managerjev. Zgoraj našete neodvisne spremenljivke se pokažejo kot statistično značilne tudi v drugem modelu, v katerem je izvzet kazalnik ROA in namesto njega v modelu zajet kazalnik profitna marža.

Od šestih regresijskih koeficientov sta tako v obeh modelih značilna le dva. Regresijski koeficient delež državnega lastništva in regresijski koeficient panoga. Izmed kazalnikov uspešnosti, torej ROE, ROA in profitna marža, je statistično značilen ROA. To pomeni, da na velikost povprečnih letnih bruto prejemkov managerjev vplivata panoga, v kateri podjetje deluje in delež državnega lastništva. Na velikost povprečnih letnih bruto prejemkov managerjev vpliva tudi uspešnost, saj je izmed treh kazalnikov, ki v modelih predstavljajo uspešnost, statistično značilen ROA.

Statistično neznačilni regresijski koeficienti so, kot sem že omenila, kazalnika uspešnosti ROE in profitna marža, internacionalizacija podjetja in kontrolna spremenljivka povprečna plača na zaposlenega

Prva postavljena hipoteza v magistrski nalogi je bila: Večja uspešnost pozitivno vpliva na višje prejemke managerjev v državnih podjetjih. Kot sem že omenila, Lahovnikov zakon v določeni meri dopušča nagrajevanje uspešnosti. Prav tako so mnogi, sicer na primeru zasebnih podjetij, dokazali pozitivno korelacijo med uspešnostjo in prejemki managerjev, kar pa se je pokazalo tudi v mojem vzorcu podjetij, zato lahko omenjeno hipotezo sprejemem.

Druga postavljena hipoteza, povezana z internacionalizacijo podjetja, je bila zastavljena sledeče: Prejemki managerjev se višajo z internacionalizacijo podjetja. Kot sem v magistrski nalogi omenila že predhodno, se to pričakuje že na podlagi teorije, ker podjetja, ki so usmerjena tudi na tuje trge, potrebujejo bolj sposobne vodstvene kadre, so ti za svoje kvalitete plačani bolje. Rezultati regresijske analize so pokazali, da hipoteze ne morem sprejeti, saj prihodki podjetij na tujih trgih ne vplivajo na prejemke managerjev.

Tretja hipoteza je predpostavljala razlike med prejemki managerjev glede na panogo, v kateri podjetje deluje. Pričakovala sem manjše prejemke managerjev v podjetjih, ki

opravljajo dejavnosti oskrbe z vodo, električno energijo, plinom in paro, dejavnosti povezane s cestno infrastrukturo ter storitev v rudarstvu. Lahovnikov zakon je namreč tem podjetjem dodelil manjše mnogokratnike, s katerimi lahko določijo managerske prejemke. Regresijska analiza je panogo določila za statistično značilno, kar pomeni, da se prejemki managerjev razlikujejo glede na to, v kateri panogi podjetje posluje. Omenjeno hipotezo lahko torej sprejmem. V kombinaciji z opisno analizo prejemkov managerjev, pa lahko potrdimo tudi drugo predvideno trditev, da imajo managerji v podjetjih, ki opravljajo dejavnosti oskrbe z vodo, električno energijo, plinom in paro, dejavnosti povezane s cestno infrastrukturo ter storitev v rudarstvu, manjše prejemke.

Z zadnjo hipotezo, ki se nanaša na državni lastniški delež, sem predpostavljala, da ima delež državnega lastništva negativen vpliv na prejemke managerjev. Regresijska naliza je pokazala, da omenjeno hipotezo lahko sprejmem, delež državnega lastništva namreč vpliva na prejemke managerjev. Prav tako sem v predhodnih analizah pokazala, da so prejemki managerjev v družbah z manjšinskim državnim lastništvom večji kot v družbah z večinskim državnim lastništvom.

Kot kontrolni spremenljivki sem proučevala še vpliv velikosti podjetja ter povprečno plačo na zaposlenega na prejemke managerjev. Tako velikost podjetja kot tudi povprečna plača na zaposlenega sta namreč vključeni v formulo za izračun prejemkov po Lahovnikovem zakonu. Na prejemke managerjev vpliva velikost podjetja, kar sem pokazala že predhodno, medtem ko povprečna plača na zaposlenega na prejemke managerjev nima vpliva.

## **SKLEP**

Prvi del magistrske naloge je zajemal teoretično razlago nagrajevanja managerjev v povezavi z državnimi družbami ter teorijo zastopništva, ki je še posebej problematična v državnih družbah in v tako majhnih državah kot je Slovenija. Ker država tako preko ekonomskih kot tudi političnih dejavnikov vseskozi vpliva na poslovanje državnih podjetjih, zaradi politične prevlade velikokrat pride do prevelikih nasprotij v odnosu principal-agent. Principal naj bi imel prevelik vpliv na delo agentov, slednji pa nimajo dosti maneverskega prostora za kvalitetno opravljanje svojega dela.

V predhodnih študijah nagrajevanja managerjev tako doma kot po svetu, je nekako največ govora zaslediti o povezanosti uspešnosti družbe s prejemki managerjev v družbi. Med tema dvema spremenljivkama so z nekaterimi izjemami potrdili pozitivno korelacijo, vendar analiz, ki bi bile izvedene na vzorcu državnih podjetij, ni. V primerih, ko se pozitivna korelacija med uspešnostjo družbe in prejemki managerjev v njej ne potrdi, gre za bodisi napačno postavljene kriterije nagrajevanja oziroma neustrezne kazalnike uspešnosti, bodisi za neučinkovito organizacijo upravljanja in z večjim agencijskim



problemom kot sicer. Poleg uspešnosti sem med dejavnike nagrajevanja uvrstila še velikost družbe, internacionalizacijo družbe, panogo, v kateri družba deluje, ter delež državnega lastništva.

Poleg zakonodaje, ki se nanaša na nagrajevanje managerjev in jo podjetja morajo upoštevati imamo tudi kar nekaj priporočil, po katerih naj bi se podjetja ravnala, da bi bilo nagrajevanje managerjev v Sloveniji čim bolj uspešno. Med slednje štejejo Priporočila Združenja Manager, pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah, Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države, ter Priporočila za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev. Tako naj bi ta priporočila poleg zakonskih okvirov pripomogla tudi k izboljšanju in sprejemljivosti nagrajevanja managerjev v državnih podjetjih.

Po zaključku teoretičnega okvira sem analizirala podatke, ki sem jih pridobila za 46 slovenskih državnih podjetij. Najprej sem s pomočjo opisnih spremenljivk, nato pa še regresijske analize, analizirala prejeme managerjev v slovenskih državnih družbah. Izmed 46-ih družb, se jih je 22 uvrstilo v storitveno panogo, 6 v panogo finančnih in bančnih storitev, 10 v proizvodno panogo in 8 v energetiko.

Družbe so leta 2008 bolj slabo razkrivale poimenske prejeme managerjev, takih je bilo zgolj 55 %. Delež se poveča že naslednje leto, ko zraste na 86 %. Slednjo vrednost zavzame še leta 2014, v vmesnih letih pa znaša 88%. Ne glede na izboljšanje poročanja v zvezi s poimenskimi razkritji pa se delež razkritij po posameznih vrstah prejemkov skozi proučevano obdobje pri podjetjih z manjšinskim državnim lastništvom giblje na nižjem nivoju.

Družbe z manjšinskim državnim lastništvom imajo v primerjavi z družbami v večinskem državnem lastništvu podanega manj deleža ostalih prejemkov, torej lahko sklepamo, da družbe v večinski lasti države v letnih poročilih slabše razčlenijo prejeme po vrstah prejemkov. Delež fiksnih prejemkov je v obeh vzorcih družb približno enak, variabilni delež v družbah z večinskim lastništvom države pa je manjši. V družbah z večinskim državnim lastništvom se variabilni del giblje okoli 10 %, izjema je leto 2008, ko zavzame vrednost 23 %. V družbah z manjšinskim državnim lastništvom se ta delež giblje pretežno malo nad 20 %. Bonitete so v družbah z večinskim državnim lastništvom za malenkost višje od bonitet v družbah z manjšinskim državnim lastništvom, se pa v obeh vzorcih gibljejo pod 1 %.

Največji problem pri razčlenitvi predstavljajo ravno bonitete in variabilni del, saj so v večini letnih poročil, če že so, razkriti fiksni prejemi, medtem ko ostalo predstavlja zgolj razliko do celotnega zneska prejemkov managerjev v tekočem letu.

Povprečni letni bruto mnogokratnik prejemkov članov uprave v primerjavi s povprečno plačo na zaposlenega v družbah z manjšinskim državnim lastništvom se giblje nad povprečnim bruto mnogokratnikom prejemkov članov uprave v primerjavi s povprečno plačo na zaposlenega v družbah z večinskim državnim lastništvom. Večje razmerje med plačami managerjev in ostalimi zaposlenimi je v družbah z manjšinskim državnim lastništvom. Največja vrednost mnogokratnika v slednjih družbah je 7,6, medtem ko je največja vrednost mnogokratnika v družbah z večinskim državnim lastništvom 5,9. Najmanjšo vrednost mnogokratnika v družbah z manjšinskim lastništvom države predstavlja vrednost 6,2, v družbah z večinskim lastništvom države pa 3,6.

Povprečni bruto mnogokratnik prejemka na člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo na zaposlenega glede na posamezne panoge, je z izjemo leta 2012 prisoten v panogi finančnih in bančnih storitev. Najvišji nivo znaša 12,7. Sledi proizvodna panoga, ki je leta 2012 na višjem nivoju kot panoga finančnih in bančnih storitev, je pa preostala leta pod njo. Na najnižjem nivoju se nahaja energetika, ki najnižjo vrednost, 2,2-kratnik, doseže leta 2012. Malenkost nad energetiko se gibljejo storitve.

Sledila je analiza dejavnikov, ki vplivajo na nagrajevanje managerjev v slovenskih državnih družbah, ki sem jo izvedla s pomočjo regresije, natančneje združene regresije. Rezultati analize so pokazali, da so od šestih regresijskih koeficientov značilni trije. Medtem ko sta v obeh modelih značilna regresijski koeficient panoga in delež državnega lastništva, je izmed kazalnikov uspešnosti značilen le ROA v prvem modelu. Omenjeno torej pomeni, da na prejemke managerjev v slovenskih državnih družbah vpliva delež državnega lastništva, uspešnost podjetja in panoga, v kateri podjetje deluje. Prav tako na prejemke managerjev vpliva ena od kontrolnih spremenljivk, to je velikost podjetja, medtem ko druga kontrolna spremenljivka, povprečna plača na zaposlenega, na prejemke managerjev nima vpliva.

Prva postavljena hipoteza je predvidevala pozitivno korelacijo med uspešnostjo in prejemki managerjev. Čeprav večina literature omenjeno tudi potrjuje sem tekom magistrske naloge omenila tudi nekaj primerov, kjer ta korelacija ni bila pozitivna. Primer slovenskih državnih podjetij se je umestil k postavljeni hipotezi, saj je bil eden od treh kazalnikov, ki so predstavljali uspešnost, statistično značilen. Pokazalo se torej je, da so managerji slovenskih državnih družb plačani tudi v odvisnosti od uspešnosti.

Da se prejemki managerjev večajo z internacionalizacijo družbe, je predvidevala druga hipoteza. To sem preverjala z deležem prodaje podjetij na tujih trgih. Regresijska analiza je pokazala, da internacionalizacija statistično značilno ne vpliva na prejemke managerjev, torej so managerji v slovenskih državnih družbah plačani neodvisno od internacionalizacije podjetja, merjene z deležem prodaje na tujih trgih.

Razlike med prejemki managerjev družb, ki delujejo v različnih panogah je določila tretja hipoteza. Omenjeno so rezultati regresijske analize tudi potrdili, zato lahko rečemo, da se prejemki managerjev razlikujejo glede na panoge, v kateri podjetja delujejo. Prav tako sem predvidevala, da imajo managerji, ki delujejo v podjetjih, ki opravljajo dejavnost oskrbe z vodo, električno energijo, plinom in paro, dejavnosti povezane s cestno infrastrukturo ter storitve v rudarstvu, manjše prejemke. Lahovnikov zakon je v teh dejavnostih namreč postavil nižje mnogokratnike za izračun plač managerjev. Na najnižjem nivoju sta, kot je razvidno iz Slike 8, storitvena panoga in energetika, kar kaže na pravilno predvidene razlike med panogami.

Zadnja hipoteza je predvidevala razlike med prejemki managerjev v družbah z manjšinskim in večinskim državnim lastništvom. Družbam z manjšinskim državnim lastništvom se namreč ni potrebno držati določil Lahovnikovega zakona in plače managerjev določajo neodvisno od slednjega. Rezultati regresijske analize, kot tudi že rezultati deskriptivne analize so pokazali, da obstaja razlika med prejemki managerjev glede na državno lastništvo in da so prejemki managerjev v družbah, ki so v večinski državni lasti, nižji. To pomeni, da je v času veljavnosti restriktivnih zakonov, dejansko prišlo do bistvenih premikov pri prejemkih uprav v državnih družbah.

Večina pričakovanih predpostavk glede na prebrano teorijo, se je, kot je razvidno iz celotne magistrske naloge, uresničila. Prihaja pa do nekaterih razhajanj, internacionalizacija na primer naj bi bila povezana s prejemki managerjev, saj tovrstna podjetja potrebujejo bolj sposoben kader, ki bi ga tudi več plačevali. Kot je razvidno iz analize, internacionalizacija v slovenskih državnih podjetjih ne vpliva na prejemke managerjev, čeprav je v Priporočilih Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah tudi to kriterij za določanje prejemkov managerjem. Bodisi se to določilo ne upošteva v veliki meri bodisi na prejemke vpliva le minimalno.

Pričakovano se prejemki managerjev razlikujejo glede na panogo, v kateri podjetje deluje. Za vstop v panoge delujejo različne vstopne ovire, zato je bilo omenjeno tudi pričakovano. Ker pa s strani Lahovnikovega zakona v Sloveniji deluje specifika pri državnih podjetjih, ki so v večinski državni lasti, se managerji, katerih podjetja delujejo v storitveni panogi in energetiki, s prejemki znajdejo na dnu. Energetiko bi ob neučinkovanju Lahovnikovega zakona namreč pričakovali na vrhu.

Največje kritike omenjenega zakona se nanašajo na plačilo, neodvisno od uspešnosti. Čeprav večina teorije predvideva pozitivno korelacijo med uspešnostjo podjetja in prejemki managerjev, se del le-te nanaša tudi na negativno povezavo med tema dvema spremenljivkama. Managerji so v slovenskih državnih družbah plačani tudi v odvisnosti od uspešnosti, zato ne moremo reči, da nagrajevanje managerjev glede na uspešnost

zaradi Lahovnikovega zakona ni mogoče. Bi pa se z določitvijo večje teže variabilnega dela v pogodbah managerjev po vsej verjetnosti dalo izboljšati in le-te dodatno motivirati.

Kot je iz same magistrske naloge razvidno, je Lahovnikov zakon prinesel bistvene spremembe v državnih družbah z večinskim lastništvom, zato je pričakovano, da slednje iščejo načine, na katere bi se le-temu vsaj delno izognile. Glede na nespecificiran del prejemkov, ki se pri družbah, ki so v večinski lasti države pojavlja in je večji kot pri družbah z manjšinskim državnim lastništvom, bi to morda lahko pripisali tudi temu.

Ravno zaradi slednjega se vsa priporočila in zakoni, ki so v zadnjem času nastali, osredotočajo na poudarjanje variabilnega dela prejemkov, s čimer bi dodatno izboljšali politiko prejemkov managerjev. Ob tem pa bo pomembno predvsem to, da se doseže konsenz med podjetji, snovalci priporočil in zakonov ter davkoplačevalci.

## LITERATURA IN VIRI

1. Aggarwal, R., & Ghosh, A. (2015). Director's remuneration and correlation on firm's performance: A study from the Indian corporate. *International Journal of Law and Management*, 57(5), 373–399.
2. Bajt, A., & Štiblar, F. (2002). *Ekonomija-ekonomska analiza in politika*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
3. Barkema, H. G., & Gomez-Mejia, L. R. (1998). Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework. *The Academy of Management Journal*, 41(2), 135–145.
4. Bebchuck, L., & Fried, J. (2004). *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge: Harvard University Press.
5. Black, D. E., Dikolli, S. S., & Dyreng, S. D. (2014). CEO Pay-for-Complexity and the Risk of Managerial Diversion from Multinational Diversification. *Contemporary Accounting Research*, 31(1), 103–135.
6. Carpenter, M. A., Sanders, G., & Gregersen, H. B. (2001). Bundling Human Capital with Organizational Context: The Impact of International Assignment Experience on Multinational Firm Performance and CEO Pay. *The Academy of Management Journal*, 44(3), 493–511.
7. Chalmers, K., Koh, P., & Stapledon, G. P. (2006). The Determinants of CEO Compensation: Rent Extraction or Labour Demand?. *The British Accounting Review*, 38(3), 259–275.
8. Conyon, M. J., & Schwalbach, J. (2000). Executive compensation: evidence from the UK and Germany. *Long Range Planning*, (33)4, 504–526.
9. Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. *Journal Of Financial Economics*, 51(3), 371–406.
10. Dai, Y. (2014). Research on influencing Factors of Executive Compensation in China's Monopoly Industries. *Open Journal of Business and Management*, (2), 210–218.
11. Gregorič, A., Rejc, A., & Slapničar, S. (2004). Koliko stanejo naši direktorji? *Manager*, (3), 42–45.
12. Ha, J. (2000). *Executive compensation and firm performance: Domestic and multinational firms*. Philadelphia: Temple University.
13. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
14. Jensen, M. C., & Murphy, K.J. (2004). Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. Najdeno dne 6. novembra 2015 na spletnem naslovu [www.nccr-finrisk.uzh.ch/media/pdf/jensenpaper.pdf](http://www.nccr-finrisk.uzh.ch/media/pdf/jensenpaper.pdf)

15. Krašovec, T. (2002). *Plače managerjev: miti in resnice*. Vrhnika: Razum, dr. Krašovec & Co.
16. Kravanja Novak, N., Prijovič, I., & Slapničar, S. (2013). Raziskava o prejemkih uprav in nadzornih svetov v javnih delniških družbah v Sloveniji v obdobju 2010–2012, primerjava z obdobjem 2007–2009. *Združenje nadzornikov Slovenije*. Najdeno 4. novembra 2015 na spletnem naslovu [http://www.zdruzenje-ni.si/db/doc/upl/raziskava\\_o\\_prejemkih\\_uprav\\_in\\_ns\\_2.pdf](http://www.zdruzenje-ni.si/db/doc/upl/raziskava_o_prejemkih_uprav_in_ns_2.pdf)
17. Lioukas, S., Bourantas, D., & Papadakis, V. (1993). Managerial autonomy of state-owned enterprises: determining factors. *Organization Science*, 4(4), 645–666.
18. Lipičnik, B. (1998). *Ravnanje z ljudmi pri delu*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
19. Monsen, J., & Walters, D. (1983). Managing the Nationalized Company. *California Management Review*, 25(4), 16–26.
20. Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 11–42.
21. Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj. (2015). *Slovenia Policy Brief*. Paris: OECD.
22. Oxelheim, L., & Randøy, T. (2003). The impact of foreign board membership on firm value. *Journal of Banking & Finance*, 27(12), 2369–2392.
23. Padilla, A. (2001). The Property Economics of Agency Problems. Najdeno 5. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://austrian-library.s3-website-us-east-1.amazonaws.com/journals/scholar/Padilla3.pdf>
24. Persons, O. S. (1999). The relationship between research & development expenditure and executive compensation in high-technology industries. *Managerial Finance*, 25(9), 55–67.
25. Pfeffer, J., & Salancik, G. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
26. Randøy, T., & Nielsen, J. (2002). Company performance, corporate governance, and CEO compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management & Governance*, 6(1), 57–81.
27. Salancik, G. (1979). Interorganizational Dependence and Responsiveness to Affirmative Action: The case of women and Defense Contractors. *Academy of management Journal*, 22(2), 375–394.
28. Sexty, R. (1980). Autonomy strategies of government owned business corporations in Canada. *Strategic Management Journal*, 1(4), 371–384.
29. Slovenski državni holding d.d. (2014). *Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države*. Najdeno dne 6. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.sdh.si/doc/Upravljanje/KODEKS%20SDH%20-%20sprejet.pdf>
30. Slovenski državni holding d.d. (2016). *Priporočila in pričakovanja Slovenskega državnega holdinga*. Najdeno dne 2. marca 2016 na spletnem naslovu [http://www.sdh.si/doc/Pravni\\_akti/Priporo%C4%8Dila%20in%20pri%C4%8Dakovanja%20SDH%202016.pdf](http://www.sdh.si/doc/Pravni_akti/Priporo%C4%8Dila%20in%20pri%C4%8Dakovanja%20SDH%202016.pdf)

31. Sovdat, P. (2015, 6. januar). S plugom nad Lahovnikov zakon. *Finance*. Najdeno 6. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/8815438>
32. Subramanian, A. (2013). Product Market Competition, Managerial Compensation, and Firm Size in Market Equilibrium. *Management Science*, 59(7), 1612–1630.
33. Sung, J., & Swan, P. L. (2009). Executive Pay, Talent and Firm Size. Najdeno dne 6. novembra 2015 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1222702](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1222702)
34. Todorovski, I. (urednik). (2016, 23. februar). *Tarča* [televizijska oddaja]. Ljubljana: RTV Slovenija.
35. Uredba o določitvi najvišjih razmerij za osnovna plačila ter višine spremenljivih prejemkov direktorjev. *Uradni list RS* št. 34/10 in 52/11.
36. Zakon o dodatnem davku od dohodkov članov poslovodstev in nadzornih organov v času finančne in gospodarske krize. *Uradni list RS* št. 78/09 in 107/13 – odl. US.
37. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 65/09-UPB, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 - odl. US, 82/13 in 55/15.
38. Zakon o prejemkih poslovodnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti Republike Slovenije in samoupravnih lokalnih skupnosti. *Uradni list RS* št. 21/10, št. 8/11 – ORZPPOGD4 in št. 23/14 – ZDIJZ-C.
39. Zakon o Slovenskem državnem holdingu. *Uradni list RS* št. 25/14.
40. Združenje Manager. (2014). *Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah*. Najdeno 6. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.zdruzenje-manager.si/o-zdruzenju/kljucni-dokumenti>
41. Združenje nadzornikov Slovenije. (2007). *Priporočila za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev*. Najdeno 6. novembra 2015 na spletnem naslovu [http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/priporocila\\_za\\_kadrovanje\\_in\\_nagrajevanje\\_clanov\\_uprav\\_in\\_izvrnih\\_direktorjev\\_maj07.pdf](http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/priporocila_za_kadrovanje_in_nagrajevanje_clanov_uprav_in_izvrnih_direktorjev_maj07.pdf)
42. Združenje nadzornikov Slovenije. (b.l.). *Nagrajevanje uprav in nadzornega sveta*. Najdeno 4. novembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.zdruzenje-ns.si/stroka/nagrajevanje-uprave-in-ns>
43. Zupan, N. (2001). *Nagradite uspešne: spodbujanje uspešnosti in sistemi nagrajevanja v slovenskih podjetjih*. Ljubljana: GV založba.
44. Weber, M. (1978). *Economy and society: An Outline of Interpretive Sociology*. California: University of California press.
45. Williamson, O. E. (1981). The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach. *American Journal of Sociology*, 87(3), 548–577.
46. Woolridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology.