

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA NAGRAJEVANJA UPRAV JAVNIH DELNIŠKIH
DRUŽB V OBDOBJU 2002–2012 V SLOVENIJI**

Ljubljana, julij 2014

NINA KRAVANJA NOVAK

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Nina Kravanja Novak, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela z naslovom Analiza nagrajevanja uprav javnih delniških družb v obdobju 2002–2012 v Sloveniji, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Sergejo Slapničar.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel(-a), da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v zaključni strokovni nalogi/diplomskem delu/specialističnem delu/magistrskem delu/doktorski disertaciji, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil(-a) vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal(-a);
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorice: _____

KAZALO

UVOD	1
1 NAGRAJEVANJE MANAGERJEV	3
1.1 Korporacijsko upravljanje	4
1.2 Teorija zastopništva in problem agenta	4
2 PREDHODNE ŠTUDIJE NAGRAJEVANJA V IZBRANIH DRŽAVAH SVETA	5
2.1 Države anglosaksonskega pravnega reda	7
2.1.1 Združene države Amerike	7
2.1.2 Kanada	9
2.1.3 Velika Britanija	9
2.2 Ostale evropske države	10
2.2.1 Francija	10
2.2.2 Italija	12
2.2.3 Nemčija	13
2.3 Azijske države	14
2.3.1 Japonska	14
2.3.2 Kitajska	16
3 PREGLED ZAKONSKIH IN DRUGIH PREDPISOV NAGRAJEVANJA MANAGERJEV V SLOVENIJI	18
3.1 Kriteriji za individualne pogodbe o zaposlitvi managerjev	18
3.2 Kodeks upravljanja javnih delniških družb	19
3.3 Priporočila za imenovanje, odpoklic in ureditev prejemkov	22
3.4 Priporočila pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah	23
3.5 Zakon o gospodarskih družbah	24
3.6 Priporočila za kadrovanje in imenovanje članov uprav in izvršnih direktorjev	25
3.7 Zakon o dodatnem davku od dohodkov članov poslovodstev in nadzornih organov v času finančne in gospodarske krize	26
3.8 Zakon o prejemkih poslovodnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti Republike Slovenije in samoupravnih lokalnih skupnosti	27
3.9 Uredba o določitvi najvišjih razmerij za osnovna plačila ter višine spremenljivih prejemkov direktorjev	28
4 HIPOTEZE IN RAZISKOVALNI MODEL	31
4.1 Velikost družbe	31

4.2	Uspešnost družbe.....	31
4.3	Lastništvo družbe	33
4.4	Posebnosti slovenskega gospodarskega prostora in gospodarskih družb	34
5	ANALIZA PREJEMKOV UPRAV JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB V SLOVENIJI	35
5.1	Namen analize	35
5.2	Pretekle raziskave v Sloveniji	35
5.3	Opredelitev vzorca	37
5.3.1	Člani uprav, ki so zajeti v analizo	38
5.4	Transparentnost razkritij.....	39
5.4.1	Poimenska razkritja bruto prejemkov uprav v obdobju 2007–2012.....	40
5.4.2	Razkritje politike prejemkov uprav	42
5.5	Opisne spremenljivke	43
5.5.1	Povprečni letni prejemki predsednikov uprav	43
5.5.2	Povprečni letni bruto prejemki posameznega člana uprave	46
5.5.3	Povprečni letni bruto prejemki predsednikov uprav v primerjavi s prejemki članov uprav	48
5.5.4	Povprečni letni bruto prejemki članov uprav v primerjavi s povprečnimi bruto plačami zaposlenih	49
5.6	Regresijska analiza prejemkov uprav	51
5.6.1	Opis spremenljivk.....	51
5.6.2	Opis uporabljenih metod	53
5.6.3	Rezultati regresijske analize	54
	SKLEP.....	61
	LITERATURA IN VIRI	63

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Razvrščanje družb po velikosti in kompleksnosti poslovanja</i>	<i>24</i>
<i>Tabela 2: Seznam družb, izločenih iz vzorca.....</i>	<i>38</i>
<i>Tabela 3: Število in delež družb s poimenskimi razkritji bruto prejemkov uprav po letih v obdobju 2007–2012.....</i>	<i>40</i>
<i>Tabela 4: Število družb v vzorcu z razkritji po posameznih vrstah prejemkov uprav po letih v obdobju 2007–2012.....</i>	<i>41</i>
<i>Tabela 5: Število družb v vzorcu z razkritji posameznih vrst prejemkov predsednikov uprav v obdobju 2007–2012.....</i>	<i>43</i>
<i>Tabela 6: Povprečni bruto prejemki članov uprav po posameznih vrstah v obdobju 2010–2012 v EUR.....</i>	<i>47</i>

<i>Tabela 7: Povprečni letni bruto prejemki člana uprave in povprečna bruto plača zaposlenega v obdobju 2007–2012.....</i>	<i>49</i>
<i>Tabela 8: Korelacije med posameznimi spremenljivkami za obdobje 2007–2012</i>	<i>56</i>
<i>Tabela 9: Rezultati regresijske analize preverjanja odvisnosti prejemkov članov uprav od velikosti podjetja, uspešnosti, lastništva in menjav uprave za obdobje 2007–2012</i>	<i>57</i>
<i>Tabela 10: Korelacije med posameznimi spremenljivkami za obdobje 2002–2012</i>	<i>59</i>
<i>Tabela 11: Rezultati regresijske analize preverjanja odvisnosti prejemkov članov uprav od velikosti podjetja, uspešnosti, lastništva in menjav uprave za obdobje 2002–2012</i>	<i>60</i>

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Shema nagrajevanja</i>	<i>23</i>
<i>Slika 2: Časovnica smernic in zakonskih ter podzakonskih aktov za določanje načel nagrajevanja managementa v Sloveniji v obdobju od 1997 do danes</i>	<i>30</i>
<i>Slika 3: Število družb v vzorcu po letih v obdobju 2007–2012</i>	<i>38</i>
<i>Slika 4: Delež družb v vzorcu z razkritji po posameznih vrstah prejemkov uprav po letih v obdobju 2007–2012 v odstotkih</i>	<i>42</i>
<i>Slika 5: Gibanje povprečnih bruto in neto prejemkov predsednikov uprav v obdobju 2007–2012 v EUR.....</i>	<i>45</i>
<i>Slika 6: Gibanje povprečnih bruto prejemkov predsednikov uprav po posameznih vrstah po letih v obdobju 2010–2012.....</i>	<i>45</i>
<i>Slika 7: Gibanje povprečnih bruto in neto prejemkov članov uprav v obdobju 2007–2012 v EUR.....</i>	<i>46</i>
<i>Slika 8: Sestava povprečnih skupnih bruto prejemkov članov uprav v obdobju 2010–2012 po posameznih vrstah v EUR</i>	<i>47</i>
<i>Slika 9: Gibanje povprečnega mnogokratnika bruto prejemkov predsednikov uprav v primerjavi z bruto prejemkov članov uprav v obdobju 2007–2012</i>	<i>48</i>
<i>Slika 10: Gibanje mnogokratnika povprečnega bruto prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo zaposlenega v obdobju 2007–2012.....</i>	<i>50</i>

UVOD

Plače in nagrajevanje managerjev povsod po svetu zbuja veliko razprav, saj so v zadnjih dveh desetletjih plače managerjev precej hitro naraščale. To še posebej velja za ZDA, kjer so vodilni managerji velikih korporacij dobivali milijonske zneske, zaradi razmer, v katerih so se znašla podjetja, pa se porajajo vprašanja o ustrezni višini le-teh. Tudi pri nas beremo in poslušamo predvsem o previsokih plačah in razmerjih med njimi, kar se zdi še posebej problematično zaradi naraščajočega števila brezposelnih in padanja življenjske ravni pri mnogih prebivalcih Slovenije.

Nagrajevanje oziroma določanje načela nagrajevanja managementa je ena temeljnih pristojnosti nadzornega organa gospodarskih družb, v nekaterih primerih pa tudi skupščine. Nagrajevanje je tipično področje, iz katerega lahko izhaja konflikt interesov managementa in interesov družbe. Pogosto se zato postavlja vprašanje, kdo in kako naj spremlja delo managementa in pripravi koncept nagrajevanja ali predlaga spremembe obstoječega koncepta. Problematična so tudi vprašanja o merilih, oblikah in transparentnosti nagrajevanja ter o različnih omejitvah.

Zahodne države so razvile številne mehanizme, ki investitorjem zagotavljajo moč in načine za izvajanje nadzora nad managerji. Primeri takih mehanizmov so koncentracija lastništva, nadzorni odbori, dolžniško financiranje, prevzemi, managerski odkupi, z uspešnostjo povezano nagrajevanje managerjev ter v posebni meri pravna določila, ki zagotavljajo zaščito manjšinskih delničarjev in managerjem preprečujejo delovanje v lastnem interesu.

Uporaba mehanizmov se po državah razlikuje; trg za korporacijski nadzor je v središču držav anglosaksonskega sveta (Združene države Amerike, Kanada, Velika Britanija), medtem ko so banke, institucionalni investitorji ter večinski delničarji pomembnejši v celinski Evropi in na Japonskem. V celinski Evropi igrajo pomembno vlogo nadzorni sveti, ki naj bi zastopali interese vseh deležnikov v podjetjih (Gregorič, 2003a).

Večina do sedaj narejenih longitudinalnih empiričnih študij temelji na podatkih o nagradah članov uprav anglosaksonskih gospodarstev, predvsem Velike Britanije in ZDA. O nagrajevanju v ostalih državah pa je malo znanega. Zato z raziskavo želim omogočiti vpogled v strukturo sistemov upravljanja slovenskih javnih delniških družb in določiti ključne dejavnike, ki vplivajo na višino plač in nagrad managerjev v Sloveniji.

Združenje nadzornikov Slovenije je izvedlo raziskavo o nagrajevanju uprav in nadzornih svetov leta 2003 (Raziskava o delu in nagrajevanju članov nadzornih svetov v Sloveniji, 2003). Naslov raziskave je bil Mednarodna analiza upravljanja gospodarskih družb s poudarkom na nagrajevanju članov uprav in nadzornih svetov. Rezultati raziskave žal niso primerljivi z rezultati analize, predstavljene v tem magistrskem delu, saj je bil zajem družb v vzorec nekoliko drugačen. V vzorec so bile zajete tako javne kot nejavne slovenske družbe, podlaga za analizo pa so bili anketni

vprašalniki, na katere so v družbah odgovarjali. Transparentnost podatkov takrat še ni bila takšna kot v današnjih časih, zato javni podatki o nagrajevanju niso bili na voljo. Jedro takratne analize je tvorila analiza dejanskih razmer in prakse na področju nagrajevanja članov uprav in nadzornih svetov delniških družb v Sloveniji v letu 2003, analiza nagrajevanja v izbranih evropskih državah ter primerjava razlik in podobnosti med slovensko in tujimi praksami. Posebej so bili analizirani tudi trendi nagrajevanja v Evropi in Sloveniji.

V svojem diplomskem delu (Novak, 2008) sem s pomočjo analize s panelnimi podatki, analizirala dejavnike, ki vplivajo na skupne prejemke managerjev v slovenskih podjetjih, ki kotirajo na Ljubljanski borzi v obdobju 2002–2006. V regresijskem modelu sem preverjala tri ključne dejavnike nagrajevanja managerjev - velikost, uspešnost in lastništvo. Analiza je pokazala, da so vsi trije dejavniki ključni za pojasnitev skupnih prejemkov članov uprav. Najbolj managerske plače pojasnjujejo velikost podjetja, merjeno s sredstvi, z ROA ali ROE ter Herfindahlov indeks. V teh dveh modelih zgolj ti trije dejavniki pojasnjujejo kar 75% variabilnosti managerskih plač. Če kot indikator velikosti uporabim zaposlene ali prihodke, se pojasnjenost plač več kot prepolovi. Rezultati analize so skladni z rezultati številnih prehodnih študij.

Združenje nadzornikov Slovenije je v letu 2007 izvedlo tudi raziskavo Nagrajevanje uprav in nadzornih svetov v Sloveniji 2005–2006: Raziskava o stroških upravljanje slovenskih javnih delniških družb (Dolinar, Pirc & Podbevšek, 2007). Raziskava o nagrajevanju uprav in nadzornih svetov v slovenskih javnih delniških družbah je mogoča zaradi vse večje transparentnosti teh podatkov v letnih poročilih, nekatere pa so avtorji poiskali v skupščinskih sklepih teh družb. Cilj raziskave je bil omogočiti natančen vpogled v stanje na področju nagrajevanja uprav in nadzornih svetov v praksi, z analizo prispevati k boljšem razumevanju področja nagrajevanja uprav in nadzornih svetov in nenazadnje k izboljšanju prakse nagrajevanja.

Združenje Manager, Združenje nadzornikov Slovenije in družba Deloitte so leta 2010 izdali Raziskavo o nagrajevanju uprav in nadzornih svetov v Sloveniji 2007–2009, ki omogoča primerjavo višine in strukture nagrajevanja članov uprav in nadzornih svetov slovenskih javnih delniških družb v letih 2007–2009. Ker temelji na enako oblikovanem vzorcu kot Raziskava o nagrajevanju uprav in nadzornih svetov v Sloveniji 2005–2006 (Dolinar et al., 2007) omogoča pregled gibanja plačil upravam in nadzornim svetom slovenskim javnim družbam od leta 2005 naprej.

Do sedaj objavljene študije so obravnavale nagrajevanje managerjev le za krajše obdobje, s to raziskavo pa želim analizirati prejemke managerjev za daljše časovno obdobje. V preteklosti, kot že omenjeno, je bilo narejenih nekaj raziskav o nagrajevanju managerjev v Sloveniji, vendar so te zajemale podatke le za krajše, ne pa za daljše, časovno obdobje. V magistrskem delu bom tako ugotavljala vpliv posameznih dejavnikov na višino managerskih prejemkov v obdobju 2002–2012.

Namen magistrskega dela je s pomočjo ekonometrične analize preveriti vpliv dejavnikov na nagrajevanje članov uprav v slovenskih podjetjih, katerih delnice kotirajo na Ljubljanski borzi.

Cilj magistrskega dela pa je podati ključne ugotovitve na podlagi ekonometrične analize. S pomočjo ekonometrične analize bom namreč preverila vpliv izbranih dejavnikov na prejemke managerjev v slovenskih borznih podjetjih.

V prvem delu magistrskega dela bom predstavila teorijo zastopništva in razloge, zakaj nagrajevanje managerjev pereča tema. V nadaljevanju bom navedla povzetek začetnih študij, ki so se ukvarjale s teorijo zastopništva, in ki so proučevale nagrajevanje managerjev ter razloge in vplive na višino njihovih prejemkov.

V drugem delu bom naredila povzetek predhodnih študij nagrajevanja managerjev v izbranih državah, ki sem jih razdelila na tri geografsko, kulturno in zgodovinsko zaokrožena področja, in sicer na države anglosaksonskega pravnega reda (ZDA, Kanada in Velika Britanija), ostale evropske države (Francija, Italija in Nemčija) ter na azijske države (Kitajska in Japonska). Na podlagi pregleda literature bom razvila model, ki bo osnova za regresijsko analizo v zadnjem delu magistrske naloge.

Ker se magistrsko delo osredotoča na nagrajevanje managerjev v Sloveniji, bom v tretjem delu naredila kronološki pregled razvoja zakonskih in drugih predpisov v Sloveniji. Gre za predpise, ki so imeli glavno vlogo pri oblikovanju managerskih prejemkov v prehodu iz planskega v tržno gospodarstvo.

V zadnjem delu magistrskega dela bom analizirala prejemke uprav javnih delniških družb v letu 2010–2012 v primerjavi z letom 2007–2009. Povzela bom izsledke preteklih raziskav in jih primerjala z izsledki v obdobju 2010–2012. Analiza je narejena na podlagi opisnih spremenljivk in regresijske analize prejemkov. S pomočjo ekonometrične analize bom preverila kaj je vplivalo na gibanje prejemkov managerjev v proučevanem obdobju, in sicer za 2 obdobji, za celotno obdobje 2002–2012 in posebej za 2007–2012.

1 NAGRAJEVANJE MANAGERJEV

Plače in nagrajevanje managerjev povsod po svetu zbuja veliko razprav, saj so v zadnjih dveh desetletjih plače managerjev precej hitro naraščale. To še posebej velja za ZDA, kjer so vodilni managerji velikih korporacij dobivali milijonske zneske. Tudi pri nas beremo in poslušamo predvsem o previsokih plačah in razmerjih med njimi, kar se zdi še posebej problematično zaradi naraščajočega števila zaposlenih in padanja življenjske ravni pri mnogih prebivalcih Slovenije. To naj bi poglobljajo nezaupanje med managementom in drugimi zaposlenimi ter ogrožalo socialni mir.

1.1 Korporacijsko upravljanje

Leta 1932 sta Berle in Means (1932) izdala pionirsko delo s področja korporacijskega upravljanja (angl. *Corporate Governance*) z naslovom Moderna korporacija in privatna lastnina. V tem delu sta avtorja postavila temelje za nadaljnje raziskovanje področja upravljanja delniških družb. Ugotovila sta, da lastniki podjetij ne vodijo sami, ampak vodenje prepustijo zunanjim strokovnjakom – managerjem. Pri tem prihaja do ločitve med privatno lastnino in poslovanjem družb oziroma ločitve lastništva od upravljanja. Posledično pripeljejo ugotovitve do vprašanja, kako lahko lastnik (principal) doseže, da bo njegovo podjetje, ki ga vodijo managerji (agenti), res vodeno v njegovem interesu in v njegovo korist. Središče problematike korporacijskega upravljanja je ravno problem principal – agent.

Ko lastniki ne nadzirajo korporacij, lahko managerji sledijo svojim ekonomskim interesom (Berle & Means, 1932). Razpršitev lastništva zmanjšuje možnost delničarjev pri odstranitvi slabih managerjev in tudi zmanjšuje njihove prejemke in zmožnost delničarjev za nadziranje aktivnosti managerjev.

Jensen in Meckling (1976) sta formalizirala problem agenta in vzpodbudila zanimanje za prejemke managerjev, najlažji način merjenja s katerim lahko managerji izkoristijo pomanjkanje kontrole s strani lastnikov.

1.2 Teorija zastopništva in problem agenta

Teorija, ki se je začela razvijati pod vplivom analiz ločitve lastništva od upravljanja družb, se imenuje teorija zastopništva. Ukvarja se z odnosom med principalom in agentom in osnovo črpa iz običajnih razmerij na trgu ter postavlja dilemo, kako naj principal (lastnik) motivira zastopnika (agenta), da bo z lastnikovimi sredstvi deloval v najboljšem lastnikovem in ne svojem interesu.

Model proučevanja stroškov agenta sta razvila Jensen in Meckling (1976), ki sta opredelila agentsko razmerje kot pogodbo, na podlagi katere ena ali več oseb (principal) pooblasti drugo osebo (agenta), da v korist principala opravlja določeno dejavnost. Posledično principal del avtoritete za sprejemanje odločitev prenese na agenta. Pogodbe so omejene zaradi racionalnosti in informacijske asimetrije in do neke mere nepopolne. Omejena racionalnost označuje nezmožnost vključenih oseb, da bi predvidele vsa prihodnja stanja, zato dogovora o načinu delovanja o vseh prihodnjih okoliščinah ni možno doseči. Tako se pojavi vprašanje, kaj narediti o prihodnjih stanjih, ki niso predvidena s pogodbo.

Jensen in Meckling (1976) sta razvila koncept rezidualnih pravic upravljanja, torej pravic sprejemanja odločitev v okoliščinah, ki niso predvidene s pogodbo. Ob predpostavki, da obe strani oseb (principali in agenti) maksimizirajo svojo koristnost, obstaja precejšnja verjetnost, da agent ne deluje vedno v interesu principala. Razkorak

interesov lahko principal zmanjša z dvema pristopoma (1) ustreznimi spodbudami za managerje in/ali (2) izvajanjem nadzora.

Pri vodenju družb morajo managerji zasledovati interese družbe in delničarjev, čeprav zadovoljujejo tudi lastne interese. Osnovni cilj delovanja managerja je zadovoljevanje lastnih materialnih in nematerialnih potreb. Če torej njihovi osebni cilji niso usklajeni s cilji družbe, lahko pride do njihovega nelojalnega in nepoštenega ravnanja. Poleg tega so člani organov vodenja lahko tudi enostavno nesposobni za učinkovito upravljanje s premoženjem družbe v določenih okoliščinah.

Zato so se v razvitih sistemih pojavili mehanizmi motivacije in nadzora managementa. Ti imajo samo en cilj. Ta je zmanjševati možnosti njihovega škodljivega ravnanja oziroma rezultate delovanja managementa optimizirati. Namen mehanizmov motivacije je usklajevanje osebnih ciljev posameznega nosilca in ciljev družbe. Če je zadovoljevanje osebnih interesov posameznika odvisno od in v sorazmerju z izpolnjevanjem ciljev družbe, se bistveno zmanjša možnost razhajanja odločitev posameznikov od optimuma z vidika družbe. Zato se v sodobnih gospodarskih družbah vse pogosteje uporablja sistem materialnega in nematerialnega nagrajevanja managerjev v odvisnosti od poslovne uspešnosti družbe.

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

V nadaljevanju povzemam študije, ki so se ukvarjale z raziskovanjem dejavnikov, ki so v preteklosti vplivali na višino prejemkov managerjev.

2 PREDHODNE ŠTUDIJE NAGRAJEVANJA V IZBRANIH DRŽAVAH SVETA

Zahodne države so razvile številne mehanizme, ki investitorjem zagotavljajo moč in načine za izvajanje nadzora nad managerji. Primeri takih mehanizmov so koncentracija lastništva, nadzorni odbori, dolžniško financiranje, prevzemi, managerski odkupi, z uspešnostjo povezano nagrajevanje managerjev ter v posebni meri pravna določila, ki zagotavljajo zaščito manjšinskih delničarjev in managerjem preprečujejo delovanje v lastnem interesu.

Uporaba mehanizmov se po državah razlikuje; trg za korporacijski nadzor je v središču držav anglosaksonskega sveta (Združene države Amerike, Kanada, Velika Britanija), medtem ko so banke, institucionalni investitorji ter večinski delničarji pomembnejši v celinski Evropi in na Japonskem. V celinski Evropi igrajo pomembno vlogo nadzorni sveti, ki naj bi zastopali interese vseh deležnikov v podjetjih (Gregorič, 2003a).

Glede na prevladujoče mehanizme nadzora številni avtorji ločijo zunanji in notranji korporacijski sistem upravljanja. Značilnosti zunanjega sistema upravljanja so (Gregorič, 2003a):

- razpršeno lastništvo,
- delničarji zmanjšujejo problem kolektivne akcije z zanašanjem na sledeče mehanizme nadzora: prevzemi, zunanji člani izvršilnih odborov, glasovanje po pooblaščenih,
- likvidni trgi kapitala, ki omogočajo relativno visoke donosnosti ter diverzifikacijo,
- delničarji pogosto zasledujejo kratkoročne cilje (npr. kapitalske dobičke), managerji so v teh primerih manj spodbujeni k dolgoročnemu uspešnemu poslovanju.

Značilnosti notranjega sistema so sledeče (po Gregorič (2003a)):

- glavno vlogo pri upravljanju podjetij imajo večinski lastniki (družine, holdingi, nefinančna podjetja, banke);
- delničarji bolj intenzivno nadzirajo managerje n imajo daljši časovni horizont kot pri zunanjem sistemu;
- kapitalski trgi so manj razviti kot pri zunanjem sistemu.

Zunanji sistem upravljanja je značilen predvsem za države anglosaksonskega pravnega reda, odločilni mehanizem discipliniranja v tem sistemu je trg kapitala. Drugi sistem upravljanja je značilen predvsem za države celinske Evrope, kjer managerje disciplinirajo veliki delničarji (Gregorič, 2003a).

Zgodnje empirične študije s področja nagrajevanja managerjev v Združenih državah Amerike so uporabile enostavne korelacijske koeficiente za identificiranje dejavnikov, ki vplivajo na raven managerskih zaslužkov. Patton (1951) je preiskoval porazdelitev med različnimi tipi managerjev in ugotovil da so plače managerjev pozitivno povezane tako z dobičkom kot tudi z rastjo družb. Kasnejše študije so običajno uporabile le podatke o plačah članov uprav podjetij zaradi njihove lažje dostopnosti.

Roberts (1956) in McGuire, Chiu & Elbing (1962) so našli močnejšo povezavo med prodajo in plačami kot pa med dobičkom in plačami managerjev. V svoji študiji sta Jensen in Murphy (1990) ugotovila ravno nasprotno. Ciscel in Carroll (1982) sta popravila ekonometrične probleme v teh modelih z uporabo instrumentalnih spremenljivk za dobiček s katero sta odpravila multikolinearnost med prodajo in dobičkom. Ta literatura in tudi druge novejšje študije sklepajo, da sta tako dobiček kot velikost podjetja pozitivno povezana s plačami managerjev. Ko je podjetje uspešnejše in večje, so managerji plačani bolje.

Tudi druge študije so vpeljale dodatne pojasnjevalne dejavnike višine managerskih plač. Med temi dejavniki so tržna koncentracija in vstopne ovire (Auerbach & Siegfried, 1974), spol in kapitalske investicije v delavce (Adams, Gupta, Haughton & Leeth, 2007; Berlet & Miller, 1988), rast prodaje in spremembe tržne vrednosti delnice namesto računovodske uspešnosti (Murphy, 1985).

Nanašajoče se na Elston in Goldberg (2003) je druga veja raziskav povezovala managerske prejemke v povezavi z uspešnostjo podjetij in razpršenostjo lastništva. Demsetz in Lehn (1985) nista z uporabo linearnega modela našla nobene povezave med dobičkonosnostjo in koncentracijo lastništva.

Tretja veja raziskav je direktno preizkušala problem agenta s pogledom na prejemke managerjev. Stigler in Friedland (1983) sta raziskovala zvezo med nadzorom delničarjev in managerskimi prejemki za vzorec 92 podjetij v obdobju 1937–1938. Raziskava ni pokazala nobenih značilnih povezav med povprečno plačo top 3 managerjev in odstotkom delnic, ki so bile v lastništvu top 20 managerjev. Santerre in Neun (1989) sta ponovila raziskavo, ki je kljub dodanemu dobičku kot dodatno neodvisno spremenljivko pokazala negativno povezavo.

V zadnjih dveh desetletjih so bile narejene številne raziskave managerskih prejemkov, še posebno velja izpostaviti raziskave s področja primerjave managerskih prejemkov v malih in velikih podjetjih (Garen, 1994; Jensen & Murphy, 1990), regulirana in neregulirana podjetja (Joskow, Rose & Shepard, 1993; Joskow, Rose & Wolfram, 1996).

V nadaljevanju povzemam nekatere od raziskav, ki so bile opravljene v izbranih državah sveta. Izbor je narejen tako, da pokrivam tako zunanji, kot tudi notranji sistem upravljanja.

2.1 Države anglosaksonskega pravnega reda

2.1.1 Združene države Amerike

Prejemki managerjev so kompleksna in sporna tema. Visoki prejemki managerjev v ZDA spodbujajo intenzivne razprave o naravi procesa določanja sestave in višine prejemkov managerjev. Nekateri trdijo, da so visoki prejemki managerjev rezultat moči, ki jo imajo managerji pri pogajanjih o višini prejemkov. Drugi razlagajo enako dokaze kot rezultat optimalnih pogodb na konkurenčnem trgu vodstvenih kadrov.

Pregled literature, ki se ukvarja z empiričnimi študijami prejemkov managerjev v ZDA kaže, da sta tako vodstvena moč kot konkurenčne tržne sile pomembni dejavniki pri določanju prejemkov managerjev, ampak da noben pristop ni v celoti v skladu z razpoložljivimi dokazi. Razvoj prejemkov managerjev v ZDA od druge svetovne vojne dalje lahko razdelimo na dve različni obdobji. Pred letom 1970 lahko opazimo nizke ravni plač, malo razpršenosti med vsemi managerji in zmerno občutljivost managerskih prejemkov glede na uspešnost družb, ki jih vodijo. Od sredine 1970 do leta 2000 je raven višine managerskih prejemkov dramatično zrasla, razlike v plačah med posameznimi managerji in med družbami so se povečale, lastniške vzpodbude (opcijske pogodbe z delnicami) so bile še tesneje povezane z uspešnostjo družb. Nobena izmed teorij ne ponuja popolnoma prepričljivega pojasnila za očitne spremembe v prejemkih

managerjev, ki so se zgodile od leta 1970 in vse imajo probleme pri pojasnjevanju nekaterih vzorcev v časovnih vrstah podatkov (Frydman & Jenter, 2010).

Merjenje spodbudnih učinkov prejemkov managerjev je bil osrednji cilj literature do leta 1950. Zgodnje študije so se osredotočale na ugotavljanje ukrepov obsega in učinkovitosti (npr. prodaje, dobička ali tržne kapitalizacije), ki najbolj pojasnjujejo razlike med prejemki managerji med posameznimi družbami (Roberts, 1956; Huntsman & Lewellen, 1970). Naslednja generacija študij je poskušala ovrednotiti spremembe prejemkov managerjev v primerjavi s spremembo borznih cen (Murphy, 1985; Coughlan & Schmidt 1985). Čeprav so te študije predvidele pozitiven odnos prejemkov managerjev z donosi delničarjev, so sistematično podcenjevale stopnje prejemkov, s poudarkom na trenutnih plačah managerjev (Benston, 1985; Murphy, 1985). Večina managerjev si je v tem času ustvarila velike zaloge opcijskih deležev pri svojem delodajalcu. Za managerje so imele spremembe v tržni vrednosti delnice mnogokrat večji vpliv kot spremembe v njihovih letnih plačah.

Celovit ukrep spodbud managerjem bi moral vsebovati vse možne povezave med uspešnostjo podjetja in prejemki managerjev. Te povezave vključujejo učinke trenutne uspešnosti na sedanje in prihodnje prejemke managerjev, na vrednost delniških in opcijskih vzpodbud in na verjetnost, da so managerji v kateremkoli trenutku odpuščeni. Jensen in Murphy (1990) sta najprej vključila te učinke v študije velikih javnih družb, z delnicami katerih se trguje v ZDA za obdobje 1974–1986. Ugotovila sta povečanje v bogastvu managerjev za samo 3,25 \$ za vsako 1000-kratno povečanje vrednosti podjetja in zaključila, da delničarji plačujejo svoje managerje, kot da so birokrati.

Razprave o naravi določanja prejemkov managerjev in sedanji finančni krizi so ustvarile vnovično zanimanje za učinke višine prejemkov in uspešnosti družb, ki jih le-ti vodijo. Največje skrbi glede prejemkov managerjev bi se ublažile, če bi višji prejemki managerjev in višje uspešnost družb privedla do boljših rezultatov družb in njihove višje vrednosti (Frydman & Jenter, 2010).

Kaplan (2012) je v svojem delu želel predstaviti dokaze proti trem, v zadnjem času najbolj perečim, splošnim mnenjem in percepcijam v zvezi s prejemki vodilnih managerjev v ZDA, in sicer:

- (1) Vodilni managerji so preplačani in njihovi prejemki se nenehno povečujejo.
- (2) Vodilni managerji niso plačani na podlagi uspešnosti družb, ki jih vodijo.
- (3) Upravni odbori ne kaznujejo vodilnih managerjev za slabo vodenje in delovanje.

Podatki za analizo izhajajo tako iz S&P 500 družb kot tudi nekotirajočih družb za obdobje 1993–2010. Medtem ko so se v 90. letih prejšnjega stoletja prejemki managerjev povečevali, pa so se od takrat dalje znižali. Prejemki managerjev v 20. stoletju so primerljivi s prejemki drugih ravni zaposlenih v podjetjih v začetku 90. letih prejšnjega stoletja. Dejstvo je, da so povprečni prejemki managerjev v ZDA podobni

povprečnim prejemkov managerjev v velikih podjetjih v obdobju 30. let prejšnjega stoletja. Razmerje med prejemki managerjev in tržno vrednostjo delnic je že od 60. let prejšnjega stoletja ostalo konstantno.

Analiza podatkov (Kaplan, 2012) je pokazala, da so prejemki managerjev odvisni od uspešnosti družb, ki jih vodijo, kar kaže na to, da so kaznovani tudi zaradi slabega poslovanja. In kot zadnje, upravni odbori spremljajo managerje. Stopnja menjave uprave managerjev se je v letu 2000 povečala v primerjavi z letoma 1980 in 1990 in je močno povezana s slabimi poslovnimi rezultati družb. Z omenjeno analizo podatkov je avtor zavrnil vse 3 splošna mnenja o višini prejemkov managerjev v ZDA.

2.1.2 Kanada

Raziskave s področja managerskih prejemkov v Kanadi se nanašajo šele na obdobje po letu 1993, ko je bilo uzakonjeno, da morajo vsa podjetja, ki kotirajo na borzi, razkriti višino prejemkov članov uprav (Zhou, 1999).

Obširne kulturne, ekonomske in institucionalne povezave med Kanado in ZDA karakterizirajo edinstven odnos med obema državama, katerega posledica so podobnosti na vseh področjih. Poleg tega, so tudi podatki o managerskih prejemkih dobro primerljivi (Zhou, 1999). Vendar pa obstajajo tudi pomembne razlike med obema državama, predvsem s področja regulativne zakonodaje, delovnega prava in davkov, kar pa vpliva na razlike med prejemki managerjev v primerjavi med Kanado in ZDA.

Zhou (1999) je v svoji raziskavi iskal povezavo med višino managerskih prejemkov in uspešnostjo podjetij v primerjavi Kanada - ZDA. Ugotovitve raziskave se nanašajo predvsem na za četrtno manjšo občutljivost plač managerjev v povezavi z lastništvom delnic v kanadskih kot pa v ameriških podjetjih. Pri tem je seveda eden izmed glavnih dejavnikov te razlike prav regulacija, saj je v Kanadi regulacija s strani države občutnejša kot v ZDA.

2.1.3 Velika Britanija

Prejemki, ki so jih managerji v velikih podjetjih v Veliki Britaniji prejeli, so nedavno pritegnili veliko pozornosti javnosti. Predvsem je bila skrb izražena v nekaterih krogih, da nagrade, ki so jih prejeli tisti v samem vrhu upravljanja družb, niso v skladu s temeljno uspešnostjo njihovih podjetij. Velik del te polemike izhaja iz nekaterega neželenega medijskega poročanja o neprimerno velikih izplačilih nagrad in odpravnin, ki niso skladna z uspešnostjo podjetij. Tudi znanstveni dokazi ugotavljajo, da je težko najdi pozitivno korelacijo med prejemki managerjem in uspešnostjo podjetij.

Glede na omenjeno, je bila pozornost raziskav preusmerjena na institucionalne mehanizme, ki so vgrajeni v managerske pogodbe in vplivajo na dejanske prejemke managerjev. To se kaže v javnih in akademskih razpravah o ustreznosti narave

korporativnega upravljanja in posledično možnem vplivu na gospodarske spremenljivke. Morda so najbolj znani predlogi upravljanja v Veliki Britaniji vsebovane v Cadbury Report, izdanem že v letu 1992. To poročilo je načrtovalo pomembne smernice v zvezi z organizacijsko strukturo upravljanja podjetij v Veliki Britaniji. Sprejetje takšnih dokumentov pogosto predstavljajo kot smernice za najboljšo prakso. V letu 1995 je bil sprejet Greenbury Report, ki je še dodatno in bolj nazorno vzpostavil smernice za nagrajevanje managerjev.

Nagrajevanje managerjev je pomembno vprašanje na področju korporativnih financ, saj opisujejo spodbude managerjev, da zasledujejo interese lastnikov. Prav tako je jasno, da je vprašanje politično občutljivo in nagnjen k napadom (običajno neželenih) medijev. V preteklosti je bila izražena skrb, da je raven managerskih plač previsoka in da je rast nagrad managerjev neupravičena, glede na uspešnost družb.

Raziskava, ki so jo opravili Conyon, Peck & Sadler (2000), je preučevala povezavo med višino prejemkov managerjev in uspešnostjo poslovanja družb v FTSE 350¹ javnih delniških družb med leti 1985 in 1995. Avtorji so ugotovili močno pozitivno povezavo med uspešnostjo proučevanih družb in višino managerskih prejemkov.

V novejši študiji je Ozkan (2011) proučeval povezavo med prejemki managerjev in uspešnostjo družb. Vzorec je zajemal 390 nefinančnih javnih delniških družb, ki so bile izbrane iz FTSE All share indeksa za obdobje 1999–2005. Avtor je med prejemki managerjev preučeval tako direktna plačila (plača in bonusi) managerjev kot opcijske pogodbe in druge dolgoročne vzpodbude. Rezultati dinamičnega modela so pokazali močno in pozitivno povezanost med uspešnostjo družb in višino direktnih prejemkov managerjev, medtem ko je povezanost med uspešnostjo družb in celotnimi prejemki managerji (vključujoč opcijske pogodbe in druge dolgoročne vzpodbude) sicer pozitivna, vendar ni značilna. Te ugotovitve, kot navaja avtor, so pokazale, da priporočila o upravljanju družb v Veliki Britaniji, kot je na primer Greenbury poročilo iz leta 1995, ki je predlagal tesnejše povezanost prejemkov managerjev z dejansko uspešnostjo podjetja, niso v celoti učinkovita.

2.2 Ostale evropske države

2.2.1 Francija

Literatura o managerskih prejemkih skupaj z literaturo o upravljanju podjetij se v veliki meri osredotoča na ZDA, Veliko Britanijo in Nemčijo, razmeroma malo je bilo objavljeno v zvezi s to tematiko v Franciji. Managerski prejemki so seveda tesno povezani strukturo upravljanja družb, kar se v Franciji bistveno razlikuje upravljanja

¹ FT-SE 350 je indeks 350 največjih družb, ki kotirajo na londonski borzi (London Stock Exchange) v Veliki Britaniji.

družb v ZDA, Veliki Britaniji in Nemčiji. Tradicionalno je o prejemkih managerjev zelo malo informacij javno dostopnih, vendar pa razkritja prihajajo v prakso pod pritiskom povečanja tujih vlagateljev v francoska podjetja.

Članek, ki sta ga objavila Alcouffe in Alcouffe (2000), se osredotoča na strukturo upravljanja podjetij v Franciji in njenem odnosu do prakse nagrajevanja managerjev. Predstavlja in opisuje razpoložljive podatke o managerskih prejemkih, zlasti glede uporabe delniških opcij. Ta vpogled v prejemke managerjev v Franciji ponuja zanimivo primerjavo s prakso v drugih vodilnih evropskih držav, na primer v Veliki Britaniji in Nemčiji.

Obstoječa literatura upravljanja podjetij v Franciji je, kot že omenjeno, v veliki meri obravnavala primerjalno analizo institucionalne ureditve v ameriških, britanskih, nemških in japonskih podjetij, z veliko manj pozornosti namenjeno francoskim podjetij in njihovih vodilnih. Te študije analizirajo različne možnosti za uskladitev moralnih konfliktov med interesi različnih zainteresiranih strani (zlasti med najvišjim vodstvom in delničarji), in oceno uspešnosti stilov vodenja. Med to literaturo o upravljanju podjetij, se pomemben del raziskav osredotoča na managerske prejemke in njegovo povezavo s uspešnostjo družb. Avtorja Alcouffe in Alcouffe (2000) preseneča, da je veliko manj znanega o managerskih prejemkih v Franciji kot v drugih državah, na primer v Veliki Britaniji, kjer so sistematična razkritja managerskih prejemkov običajna. Zaradi tujih investitorjev v pomembne deleže lastništva v francoska podjetja, je bilo v 90. letih prejšnjega stoletja s strani le-teh zahtevana večja preglednost in transparentnost prejemkov managerjev.

Baptista (2010) je v svoji študiji proučeval determinante, ki vplivajo na prejemke managerjev v Franciji, pri čemer je bil poudarek predvsem na povezavi med višino prejemkov managerjev in uspešnostjo družb. Vzorec temelji na 40 nefinančnih družbah SBF 120², ki predstavljajo 54% celotne tržne kapitalizacije, v obdobju 2003–2009. Empirični rezultati raziskave kažejo, da ima samo ROE pomemben vpliv na celotno višino prejemkov managerjev. Vpliv koeficienta ROE je sicer majhen, vendar pozitiven. Avtor ugotavlja, da ne obstaja močnih povezav med ostalimi spremenljivkami uspešnosti družb (ROA, donosnost delnic) in višino prejemkov managerjev. Tako rezultati raziskave kažejo na pomanjkanje prave povezave med uspešnostjo družb in višino prejemkov managerjev. Poleg omenjenega, Baptista (2010) v raziskavi ugotavlja, da je edina značilnost družb, ki ima pozitivno in pomembno povezavo s prejemki managerjev, velikost podjetja. Le-ta ima pozitiven in zelo pomemben vpliv na celotno višino prejemkov managerjev.

² SBF 120 je indeks 120 najbolj aktivnih delnic javnih delniških družb na pariški borzi v Franciji.

2.2.2 Italija

Managerski prejemki, zaposlovanje, napredovanje in odpuščanje so bistvene sestavine širšega mehanizma upravljanja podjetij. Učinkovit mehanizem upravljanja podjetij se opira na nekatere kombinacije spremljanja velikih delničarjev in ustreznim pravnim varstvom manjšinskih vlagateljev (Li, Monshirian, Nguyen & Tan, 2007). V zvezi s tem merilom se upravljanje podjetij v Italiji razlikuje od tržno usmerjenih anglosaksonskih modelov in od usmerjenih nemških in japonskih modelov ter je še posebej šibko v pravnem varstvu manjših vlagateljev.

Eden od ključnih značilnosti italijanskega kapitalizma je oblika nadzora podjetij. Za razliko od anglosaških dežel, so javne delniške družbe v Italiji izjema. Do sredine leta 1990 je bilo le ena zares javna delniška družba v Italiji, Assicurazioni Generali, ki je največja italijanska zavarovalnica, ima zelo razdrobljeno lastništvo in je pod nadzorom upravljavcev. Kot posledica privatizacije je sicer nastala še peščica javnih podjetij, med katerimi je tudi Telecom Italia. Veliko bolj pogost je nadzor preko hierarhične skupine. Večina velikih in srednje velikih podjetij spada v skupino piramidno organiziranih podjetij z holdingom na vrhu, ki nadzira eno ali več hčerinskih družb (Brunello, Graziano & Parigi, 2001).

Holding je pogosto pod nadzorom družine s t.i. »voting trusts« oziroma navzkrižnim solastništvom iz sorodnih skupin. Družinski nadzor piramidnih skupin je pogost med največjimi italijanskimi podjetji (npr. Fiat, Pirelli, Benetton). Obstaja relativno malo deležev znotraj skupin (zakon omejuje glasovalne pravice teh delničarjev), vendar obstaja zelo močan medskupinske povezave deležev.

Rezultati študije, ki so jo objavili Brunello et al. (2001) kažejo, da posebno gospodarsko okolje v Italiji vpliva na višino prejemkov managerjev. Žal pa imajo izsledki neljube raziskave pomembno omejitev, in sicer, da zaradi nenaključno izbranega vzorca proučevanih podjetij ne moreta izsledke raziskave prenesti na celotno populacijo podjetij v Italiji.

Barontini in Bozzi (2011) sta raziskovala odnose med lastništvom družb, višino prejemkov managerjev in uspešnostjo javnih delniških družb v Italiji. Vzorec je temeljil na družbah, ki so v obdobju 1995–2002 kotirale na milanski borzi. Gre za prvo tovrstno raziskavo v Italiji, ki je proučevala povezavo med koncentracijo lastništva družb in višino managerskih prejemkov z longitudinalnimi podatki, saj študija zajema obdobje od 1995–2002. Prejšnje študije so se osredotočale le na krajša časovna obdobja, vzorci pa so bili izbrani nenaključno (na primer zgoraj omenjena raziskava avtorjev Brunello et al, 2001), zato so rezultati teh študij omejeni in jih je težko sploševati na vse družbe v Italiji.

Rezultati študije (Barontini & Bozzi, 2011) so pokazali, da večja koncentracija vpliva na managerske prejemke, in sicer tako, da so le-ti nižji, kar je v skladu z empiričnimi

podatki raziskav drugih tako evropskih kot neevropskih držav. Višina prejemkov managerjev je tudi odvisna od narave lastništva, saj so managerji v družbah v državni lastni plačani manj kot v družbah v zasebni lasti. Višina prejemkov managerjev je presenetljivo negativno povezana z uspešnostjo družb. Avtorja pripeljeta do zaključka, da je ta negativni odnos skoraj v celoti posledica družinskih podjetij, kar je posebnost italijanske gospodarske ureditve, saj so v teh družbah na vodilnih položajih visoko plačani družinski člani.

2.2.3 Nemčija

Čeprav vemo o nagrajevanju managerjev v drugih državah manj, pa raziskovalci v zadnjem času raziskujejo podobna vprašanja tudi v drugih državah sveta in ne samo v ZDA. Nemčija je ena izmed največjih ekonomskih velesil na svetu in posledično tudi zanimiva v smislu raziskovanja managerskih prejemkov in primerjave le-tega z ZDA, kar dokazujejo tudi predhodno že narejene študije. Managerski prejemki v Nemčiji so postali posebno zanimivi predvsem ob začetku združevanj nemških podjetij z ameriški - primer DaimlerCrysler. Korporacijska struktura med tema dvema državama je zelo različna.

Struktura nemških podjetij je zelo podobna slovenskim, saj smo se pri oblikovanju gospodarskega prava in vpeljavi tržnega gospodarstva po osamosvojitvi zgledovali po nemškem gospodarskem pravu. Nemška podjetja imajo dvotirni sistem upravljanja – uprava (nem. *Vorstand*) in nadzorni svet (nem. *Aufsichtsrat*).

Pomemben vpliv na delovanje podjetij imajo tudi banke. Elstonova (1998) je v svoji raziskavi specificirala tri primarna področja vpliva bank na podjetja: (1) banke si delijo lastništvo in pripadajoče upravljaljske pravice (2) skozi zastopanje bank v nadzornem svetu, in (3) skozi dajanje posojil in odpisovanje deležev. Ker banke pogosto razpolagajo s pomembnim deležem delnic skozi dolgo časovno obdobje, imajo z vidika problema principal - agent tako nagrajevanje, kot tudi možnost obsežnega jamčenja in hkrati nadziranja podjetja.

V eni izmed zadnjih študij o managerskih prejemkih v Nemčiji, ki sta jo naredila Elston in Goldberg (2003), avtorja ugotavljata, da se tudi nemška podjetja srečujejo s problemom principal - agent, ki je posledica ločitve lastništva od nadziranja. Posledice razpršenosti lastništva so višji prejemki managerjev. Raziskava je pokazala tudi pozitivno povezavo med uspešnostjo in velikostjo podjetja.

Podobno analizo sta naredila tudi Haid in Yurtglu (2006), ki sta analizirala odnos med lastniško strukturo in prejemki managerjev v vzorcu velikih delniških družb v Nemčiji v obdobju 1987–2003. Raziskava je pokazala, da so plače managerjev pomembna postavka in predstavljajo obstoj problema principal - agent, ki pa ga povzroča ločitev lastništva in nadziranja. Pomanjkanje kontrole s strani lastnikov omogoča managerjem izsiliti večje plače. Identiteta lastnikov ima pomemben vpliv na višino managerjevih

prejemkov. Tako prisotnost lastništva bank bistveno zmanjšuje višino managerskih prejemkov, medtem ko ima zasebno lastništvo pozitiven vpliv na višino managerskih plač. Analiza plačila managerjem v povezavi z uspešnostjo podjetja je skladna s pogledom, da imajo podjetja z večjo koncentracijo lastništva boljše pogoje za nadziranje managerjev.

V najnovejši raziskavi (Andreas, Rapp & Wolff, 2012) so avtorji raziskovali vpliv značilnosti družb, uspešnosti družb, strukture lastništva in značilnosti uprav na višino prejemkov managerjev v German Prime Standard družbah³ v obdobju 2005–2008. Rezultati raziskave so pokazali, da prevladuje velikost podjetja kot pomembna postavka pri pojasnjevanju višine prejemkov managerjev. Uspešnost podjetja, ki temelji na računovodskih podatkih in kazalcih, je prav tako pozitivno, vendar šibko povezana z višino prejemkov managerjev, kar je konsistentno s preteklimi raziskavami na nemških podjetjih (na primer zgoraj omenjeno raziskavo avtorjev Elston & Goldberg, 2003). Skladno s predvidevanji avtorjev, imajo managerji v družbah z večjo koncentracijo lastništva nižje prejemke, družbene lastnosti članov uprav pa imajo nižji in bistveno manjši vpliv na višino prejemkov v primerjavi z ostalimi tremi predpostavkami raziskave. Na splošno avtorji ugotavljajo, da so prejemki managerjev strukturirani tako, da spodbude zagotavljajo spremljanje managerjev, tudi v družbah s sicer zelo šibkimi mehanizmi upravljanja.

2.3 Azijske države

2.3.1 Japonska

Zelo malo je bilo raziskovanja prejemkov managerjev družb na Japonskem. Za razliko od ZDA japonska podjetja do leta 2010 niso bila dolžna razkrivati višine prejemkov za posamezne managerje in s tem podatki o prejemkih posameznih managerjev japonskih družb niso bili na voljo raziskovalcem. Pomanjkanje takšnih individualnih podatkov o prejemkih managerjev je v preteklosti prisililo raziskovalce izrabiti alternativne vire skupnih podatkov.

Raziskovalci so v preteklosti za svoje študije kot vir informacij pogosto uporabljali t.i. podatkovno bazo o članih uprav v podjetjih, v katerem so navedeni število direktorjev v posamezni javni družbi ter izračun povprečne plače direktorja z delitvijo celotne plače in bonusov vseh direktorje, ki jih je podjetje razkrilo. Vendar pa so takšni podatki lahko pristranski, saj na primer spremembe v sestavi uprave vplivajo na povprečno višino prejemkov vodilnih managerjev (Kato & Kubo, 2006).

Korporativno upravljanje in vodenje podjetij na Japonskem bistveno odstopa od sistema v ZDA. Japonski sistem je navadno označen kot odnos med banko in družbo, medtem ko je ameriški sistem tržno usmerjen. Dojemanje razlike v sistemu korporativnega

³ Gre za tržni segment podjetij, katerih delnice kotirajo na frankfurški borzi (Frankfurt Stock Exchange) v Nemčiji.

upravljanja so navadno povezane z različnimi cilji družb v obeh državah. V strokovnih krogih obstaja nekaj nesoglasij o teh ciljih. Po mnenju nekaterih raziskovalcev so japonska podjetja usmerjena v čim večjo gospodarsko rast in tržni delež, in ne v čim večji dobiček in ceno delnic.

Kaplan (1992) v svoji študiji primerja prejemke vodilnih managerjev in njihovi odvisnosti od uspešnosti največjih družb na Japonskem in ZDA. Avtor na splošno ugotavlja, da sta si prihodek in uspešnost podjetja ekonomsko in statistično podobna: prejemki vodilnih managerjev so negativno povezani s prodajo in dobičkom v obeh primerjanih državah. Študija prikazuje, da so managerski prejemki še posebej občutljivi na višino prihodkov od prodaje družb. Dokazi o managerskih prejemkih potrjujejo, da vodilni managerji na Japonskem dobijo nižje plače kot njihovi kolegi v ZDA.

Ang in Constand (1997) sta raziskovala naravo pogodb vodilnih japonskih managerjev. V svoji študiji sta med glavnimi vprašanji preučevala obseg kratkoročnih in dolgoročnih spodbud vodilnih japonskih managerjev, vlogo edinstvenega japonskega korporativnega upravljanja in kontrolnih mehanizmov, kot so navzkrižni deleži in vloga bank pri oblikovanju managerskih pogodb o nagrajevanju, ter pomen ciljev v managerskih pogodbah, ki niso povezani z vrednostjo delnic in deležev. Rezultati njune študije kažejo, da le razmeroma majhen delež skupine japonskih vodstvenih delavcev-managerjev prejema nagrade, povezane s kratkoročnim povečanjem tržne vrednosti delnic družbe, v kateri so zaposleni.

Na dolgi rok so prejemki managerjev vezani na uspešnost družb kar potrjuje domneve o obstoju implicitnih pogodb za opravljanje dolgoročnih ciljev maksimiranja vrednosti delnice. Bonusi, na drugi strani, pa so bolj povezani s kratkoročnimi cilji, čeprav se njihov pomen ne zmanjšuje na dolgi rok. Ta funkcija prejemkov je smiselna, saj so pogosto le prehodne narave kratkoročne uspešnosti. (Ang & Constand, 1997).

Študije o plačah vodilnih japonskih managerjev so omejene zaradi pomanjkanja longitudinalnih podatkov o prejemkih posameznih managerjev. Prvo tovrstno raziskavo sta naredila avtorja Kato in Kubo (2006) v študiji o plačah posameznih vodilnih managerjev in bonusih japonskih podjetij v obdobju 1986–1995, kjer sta ugotovila, da so prejemki vodilnih japonskih managerjev pozitivno in značilno povezani z uspešnostjo družb (zlasti z računovodskimi merili uspešnosti). Za merjenje uspešnosti družb sta avtorja uporabila kazalnik uspešnosti ROA⁴. Kot ugotavljata, so rezultati študije v splošnem primerljivi z ocenami drugih študij prejemkov managerjev v drugih državah sveta. Rezultati raziskave so tudi v skladu z literaturo korporativnega upravljanja japonskih podjetij, ki se nagiba k podcenjeni vlogi japonskih delničarjev in poudarja vlogo bank in zaposlenih. Avtorja namreč ugotavljata, da uspešnost podjetja na borzi igra manj pomembno vlogo pri odločanju o višini prejemkov vodilnih managerjev. Na koncu študije avtorja ugotavljata, da je sistem nagrajevanja močno

⁴ angl. ROA = return on assets, kar pomeni dobičkonosnost sredstev

povezan z uspešnostjo podjetij na Japonskem, kar je v nasprotju s strokovno literaturo na Japonskem, ki pogosto navaja, da so nagrade prikrite osnovne plače (Kato & Kubo, 2006).

Najnovejša raziskava o strukturi prejemkov managerjev v japonskih podjetjih (Sakawa, Moriyama & Watanabel, 2012) temelji na podatkih iz leta 2010, ko so bili prejemki managerjev prvič javno razkriti, vendar samo za podjetja, kjer managerji prejemajo več kot 100 mio jenov na leto. Z javnim razkritjem prejemkov je avtorjem omogočilo preveriti povezave med prejemki managerjev in mehanizmi upravljanja javnih delniških družb na Japonskem. Vzorec raziskave je sestavljen iz nefinančnih družb, ki so leta 2010 kotirale na japonskih borzah. Rezultati raziskave kažejo, da imajo tako banke kot tuji lastniki pomemben vpliv pri določanju prejemkov japonskih managerjev, saj le ti vplivajo na to, da so prejemki managerjev pomembno pozitivno povezani z uspešnostjo družb.

2.3.2 Kitajska

V zadnjih dveh desetletjih je Kitajska doživela dramatično preobrazbo iz družbe s planskim gospodarstvom v družbo, ki se odziva na tržne sile. Groves, Hong, McMillan in Naughton (1994) poudarjajo, da so korporativne reforme dale managerjem avtonomijo pri odločanju, zmanjšale vmešavanje države v proizvodne procese in znatno izboljšale sistem dodeljevanja vodstvenih virov. Številna podjetja v državni lasti so bila prenesena v zasebni sektor, čeprav so državne in druge vladne institucije po navadi še vedno ohranile večinski delež v privatiziranih podjetjih.

Pravila korporativnega upravljanja so bila spremenjena, da bi poudarila vlogo direktorjev in okrepile svoje nadzorne pristojnosti nad upravljavci ter zagotovile boljšo zaščito vlagateljev (Tenev, Zhang & Brefor, 2002). Na splošno za reforme velja, da so utrle pot za porast stopnje rasti Kitajske in produktivnosti njenega gospodarstva. Sun in Tong (2003) sta našla dokaze, da so lastniške in podjetniške strukture upravljanja bistveno prispevale k uspešnosti proizvodnega sektorja s povečano donosnostjo in tržno vrednostjo.

Li et al. (2007) so proučevali odnos med prejemki managerjev in lastnosti upravljanja podjetij na Kitajskem. Vzorec je bil vzet iz dve pomembnih podatkovnih baz (China Stock Market Research database in China Corporate Governance Research database) za obdobje 2000–2001. Nekatere študije v preteklosti so analizirale korporativno upravljanje kitajskih podjetij, kljub vse večjemu pomen Kitajske kot proizvodnega gospodarstva. Vprašanje je pomembno tudi glede na dejstvo, da je Kitajska sprejela nadzorovan pristop k prestrukturiranju gospodarstva v primerjavi z nekdanjih socialističnih državah vzhodne Evrope. Kot rezultat tega je prehod iz vodenega gospodarstva napredoval razmeroma gladko. Dokazi v raziskavi (Li et al., 2007) kažejo, da je bilo nekaj zlorab na Kitajskem. Do neke mere prekomerni prejemki managerjev na

Kitajskem odražajo kakovost korporativnega upravljanja, kjer pa je le malo znakov, da so direktorji izkoristili manj učinkovite strukture upravljanja.

Rezultati raziskave (Li et al., 2007) so pokazali, da so prejemki predsednikov uprav nepovezani z velikostjo podjetja, kateremu predsedujejo. Prav tako so ugotovili pozitivno povezavo med prejemki predsednikov uprav in njihovimi odgovornostmi, kot tudi pozitivnim vplivom tujih investitorjev na višino prejemkov članov uprav.

Znano je, da so povprečne plače na Kitajskem izredno nizke glede na kvaliteto in produktivnost delovne sile. Kot rezultat raziskave se vidi, da je velika razlika med domačimi in tujimi plačami. Avtorji Core, Holthausen in Larcker (1999) navajajo, da so bili na Kitajskem prejemki managerjev le 21-krat višji od povprečne plače zaposlenega v primerjavi z 531-krat v ZDA. V večini latinsko-ameriških držav je delež nekoliko višji, tudi med 48- (Argentina) in 57-kratnikom (Brazilija). Managerji v podjetjih, katerih plačilne politike so bližje tujim standardov, najverjetneje prejemajo višje prejemke. Glede na vedno večjo globalizacijo kitajskega gospodarstva, se lahko pričakuje zblíževanje prejemkov managerjev na raven tujih. Rawaki (2007) ugotavlja, da so tuja podjetja bistveno prispevala k širitvi področja tržnih sil pri določitvi modelov zaposlovanja in prejemkov, še posebej v velikih mestih in vzdolž Kitajske. Posebnega pomena so državna podjetja, ki so se nekoč štela kot trdnjave egalitarizma, sedaj pa so začela zaposlovati delavce s plačami, primerljivimi z ZDA.

Canyon in He (2012) sta raziskovala prejemke managerjev v kitajskih javnih družbah v obdobju 2001–2005. Svoje rezultate sta primerjala z izsledki raziskave v ZDA. V skladu s teorijo zastopništva so bili prejemki kitajskih managerjev pozitivno povezani z uspešnostjo družb. V družbah z večjim lastništvom države so imeli managerji nižje prejemke, prav tako tudi v družbah, kjer je koncentracija lastništva večja. Managerji na Kitajskem so imeli v povprečju 17-krat nižje prejemke v enakem primerjalnem obdobju kot njihovi kolegi v ZDA, kar v primerjavi z že omenjeno študijo avtorjev Core et al. (1999) kaže na trend zmanjševanja razlik v višini prejemkov managerjev na Kitajskem in v ZDA.

V novejši raziskavi sta avtorja Luo in Jackson (2012) iskala povezave med prejemki managerjev, lastniško strukturo in uspešnostjo kitajskih finančnih institucij v obdobju 2001–2009. Izsledki rezultatov so pokazali, da je zelo malo dokazov o povezavi med prejemki managerjev in uspešnostjo družb, ki jih vodijo. Pomembno močnejša negativna povezava je bila ugotovljena med prejemki managerjev in koncentracijo lastništva, medtem ko velikost družbe pomembno pozitivno vpliva na višino prejemkov managerjev. Vpliv in lastništvo države sta pomembno vplivala na prejemke managerjev, saj je bilo ugotovljeno, da so prejemki managerjev v družbah z večjim lastništvom države nižji v primerjavi s tistim, kjer država nima lastništva oziroma je ta manjšinski. Iz tega lahko sklepamo, da regulacija zagotavlja učinkovito upravljanje dejavnosti družb, kjer je korporativno upravljanje nekoliko šibkejše. Izsledki te raziskave so

primerljivi z raziskavo, ki je bila narejena na vzorcu javnih nefinančnih delniških družb (glej Conyon & He, 2012).

V primerjavi s prvo omenjeno raziskavo Li et al. (2007), so rezultati drugih dveh raziskav (Conyon & He, 2012; Luo & Jackson, 2012) primerljivi z rezultati raziskav v anglosaksonskem delu sveta in evropskih državah, kar nakazuje na to, da se tudi kitajsko gospodarstvo približuje tržnemu.

3 PREGLED ZAKONSKIH IN DRUGIH PREDPISOV NAGRAJEVANJA MANAGERJEV V SLOVENIJI

Nagrajevanje oziroma določanje načela nagrajevanja managementa je ena temeljnih pristojnosti nadzornega organa gospodarskih družb, v nekaterih primerih pa tudi skupščine. Nagrajevanje je tipično področje, iz katerega lahko izhaja konflikt interesov managementa in interesov družbe. Pogosto se zato postavlja vprašanje, kdo in kako naj spremlja delo managementa in pripravi koncept nagrajevanja ali predlaga spremembe obstoječega koncepta. Problematična so tudi vprašanja o merilih, oblikah in transparentnosti nagrajevanja ter o različnih omejitvah.

V Sloveniji smernice glede prejemkov managerjev in njihove transparentnosti urejajo tako zakonski in podzakonski akti, kot avtonomni pravni viri. Zaradi boljšega razumevanja razvoja sedaj veljavne zakonodaje in priporočil navajam pravne vire kronološko.

3.1 Kriteriji za individualne pogodbe o zaposlitvi managerjev

Leta 1997 so se Gospodarska zbornica Slovenije, Obrtna zbornica Slovenije, Združenje delodajalcev Slovenije, Združenje delodajalcev OGISTTA kot predstavniki delodajalcev v Republiki Sloveniji in Združenje Manager dogovorili o Kriterijih za individualne pogodbe o zaposlitvi managerjev (priporočilo za določitev plače in drugih sestavin pogodb o zaposlitvi managerjev) (Ur.l. RS št. 64/97), ki so bili namenjeni za uporabo v vseh gospodarskih subjektih, ustanovljenih po takrat veljavnem zakonu o gospodarskih družbah. Namen kriterijev je bil, da se zaradi uspešnega gospodarjenja zagotovi v individualnih pogodbah o zaposlitvi upoštevanje zahtevnosti nalog in posebne odgovornosti managementa, posebnih pravic managementa, spodbudno nagrajevanje managementa in soodvisnost obsega njihovih pravic od poslovne uspešnosti gospodarskih družb, od plač v njih zaposlenih in od gospodarskih razmer v državi. Osnovna plača predsednikov uprave in poslovodij je bila v kriterijih določena v relaciji do povprečne plače v Republiki Sloveniji in povprečne plače na zaposlenega v gospodarski družbi.

3.2 Kodeks upravljanja javnih delniških družb

Leta 2004 je bil izdan Kodeks upravljanja javnih delniških družb (2004) kot prvi akt stanovskih organizacij, ki je določal, da naj bodo plačila uprave sestavljena iz fiksnega in variabilnega dela. Variabilni del naj vsebuje enkratna medletna in letna izplačila, ki naj bodo povezana z uspešnostjo dela posameznega člana uprave, izpolnjevanjem načrtov in uspešnostjo poslovanja družbe. Poleg tega naj variabilni del oziroma stimulaturna plačila predstavljajo tudi dolgoročno spodbudo za doseganje večje storilnosti. Uspešnost posameznega člana uprave ocenjuje nadzorni svet in določi konkretno višino variabilnega dela plačila v skladu s kriteriji v pogodbi.

Spremembe Kodeksa upravljanja javnih delniških družb (2007) predvidevajo, da mora plačila, povračila in druge ugodnosti članov uprave določiti nadzorni svet.

Politika določanja višine plačil, povračil in drugih ugodnosti članov uprave naj bo vnaprej določena in naj upošteva kriterije, kot so zlasti:

- obseg nalog posameznega člana uprave,
- uspešnost posameznega člana uprave,
- velikost družbe in njeno finančno stanje,
- zahtevnost vodenja družbe glede na njeno poslovno ter organizacijsko kompleksnost,
- splošne gospodarske razmere, v katerih posluje družba,
- uspešnost poslovanja družbe,
- izpolnjevanje strateških in letnih načrtov,
- nagrade članov uprave v povezanih družbah,
- priporočila za nagrajevanje, ki so jih sprejele ustrezne stanovske organizacije.

Plačila članov uprave naj bodo sestavljena iz fiksnega in variabilnega dela. Variabilni del naj vsebuje posamezna medletna ali letna izplačila, ki naj bodo povezana z uspešnostjo dela posameznega člana uprave, izpolnjevanjem načrtov in uspešnostjo poslovanja družbe. Poleg tega naj variabilni del oziroma stimulaturna plačila predstavljajo tudi dolgoročno spodbudo za doseganje večje storilnosti. Uspešnost posameznega člana uprave naj ocenjuje nadzorni svet in določi konkretno višino variabilnega dela plačila v skladu s kriteriji v pogodbi.

Delniške opcije ali primerljivi finančni instrumenti lahko služijo kot variabilni del prejemkov, ki naj dolgoročno spodbujajo k doseganju večje storilnosti in lojalnosti družbi. Merila zanje naj bodo podrobno določena vnaprej z uporabo primerjalnih parametrov, kot so na primer donosnost delniškega indeksa ali doseganje vnaprej predvidene rasti tečaja delnic družbe. Pri tem naj se merila uspešnosti in drugi pogoji iz opcijskega načrta ne spreminjajo z veljavnostjo za nazaj (retroaktivno). Odškodnine in denarna nadomestila za neizkoriščene opcije niso dovoljeni.

Član uprave, ki pridobi delnice na podlagi opcijskih upravičenj (opcijski načrt) ali na podlagi delniškega načrta, naj ne bo upravičen prodati tako pridobljenih delnic še najmanj eno do dve leti po prenehanju mandata, v katerem jih je pridobil. V novem mandatu jih sme odsvojiti le, če v tem mandatu pridobi nove delnice pred odsvojitvijo tistih iz prejšnjega mandata.

Podrobnosti opcijskega načrta ali primerljivega sistema nagrajevanja naj bodo delničarjem in javnosti razkrite na primeren način, tako da bo jasno, kakšno korist bo imel posamezni upravičenec od njih.

Predlog opcijskega načrta in drugih oblik prejemkov članov uprave, ki so vezani na delnice družbe, ter druge oblike individualnih oziroma kolektivnih shem nagrajevanja iz naslova udeležbe v dobičku ali delnicah družbe, naj oblikuje nadzorni svet in naj z njim seznaní skupščino. Člani uprave so lahko udeleženi pri dobičku le, če je to dovoljeno s statutom družbe in če tako sklene skupščina družbe.

Celotna plačila, povračila in druge ugodnosti članov uprave morajo biti za posamezno leto razvidna iz pojasnil k računovodskim izkazom in naj bodo razkrita za vsakega posameznega člana uprave v neto in bruto znesku. Plačila naj bodo razdeljena po naslednjih sklopih:

- fiksni del prejemkov,
- giblivi del prejemkov (dolgoročne in kratkoročne spodbude za doseganje večje storilnosti ter del,
- prejemkov iz naslova uspešnosti poslovanja, ki ni udeležba pri dobičku),
- udeležba pri dobičku,
- opcijsko nagrajevanje,
- drugi prejemki člana uprave (odpravnine, dodatna zavarovanja, bonitete).

Če je član uprave nagrajevan tudi v delnicah družbe, naj bodo prejemki po različnih sklopih navedeni ločeno v denarju in v delnicah družbe.

Priporoča se, da razkritje plačil upravi vsebuje podatke o politiki prejemkov (razmerje med variabilnim in fiksnim delom plačil, zadostne informacije o uporabljenih merilih za uspešnost, ki so podlaga za določitev variabilnega dela plačila, ocenjeno vrednost nadenarnih bonitet, podrobnosti v zvezi z odpravnino, konkurenčno klavzulo), ki jo sprejema in izvaja nadzorni svet. Član uprave ter z njim povezane osebe so dolžni v skladu z zakonom obvestiti družbo in pristojne institucije o vsaki pridobitvi oziroma odsvojitvi deleža glasovalnih pravic v družbi, v kateri opravlja funkcijo, ali v z njo povezani družbi. Družba mora te podatke razkriti v skladu z zakonom.

Ne glede na zgoraj navedeno pa član uprave ter z njim povezane osebe (pravne in fizične) ne smejo kupovati delnic družbe, če vejo ali bi morali vedeti za občutljive

informacije, ki bi lahko vplivale na vrednost delnic družbe, če te informacije niso na voljo vsem delničarjem družbe.

Konec leta 2009 je bil posodobljen Kodeks upravljanja javnih delniških družb (2009), ki je še koreniteje posegel v priporočila o sestavi in razkritjih prejemkov uprav in nadzornih svetov.

Prejemki članov uprave so sestavljeni iz fiksne in variabilne dela. Dodelitev variabilnega dela prejemkov je odvisna od vnaprej določenih meril uspešnosti. Merila uspešnosti morajo poleg uspešnosti poslovanja spodbujati tudi trajnostni razvoj družbe in vključevati nefinančna merila, ki so pomembna za ustvarjanje dolgoročne vrednosti družbe, kot je spoštovanje veljavnih pravil družbe in etičnih standardov. Fiksni del prejemkov je takšen, da predstavlja zadostno plačilo za primer, ko družba zadrži izplačilo variabilnega dela prejemkov zaradi neizpolnjevanja meril uspešnosti.

Kadar se dodeli variabilni del prejemkov, je treba izplačilo tistega dela variabilnih prejemkov, ki presega skupne fiksne prejemke v zadnjem letu, odložiti za obdobje vsaj enega leta. Odpravnine ne smejo presegati fiksne dela prejemkov v enem letu. Če so variabilni prejemki izplačani v obliki delnic, se delnice ne izplačajo vsaj tri leta po njihovi dodelitvi.

Opcijski načrti in primerljivi finančni instrumenti ne predstavljajo pretežnega dela variabilnih prejemkov člana uprave. Merila za opcijske načrte in primerljive finančne instrumente izključujejo splošna gibanja kapitalskega trga z uporabo primerjalnih parametrov, kot so npr. donosnost delniškega indeksa ali doseganje vnaprej predvidene rasti tečaja delnic družbe.

Variabilni prejemki, izplačani v obliki delnic, kot tudi izvrševanje delniških opcij ali katerih koli drugih pravic do pridobitve delnic ali pravic do prejemkov, preračunanih glede na gibanje cen delnic.

Nekaj novosti v letu 2009 je bilo tudi pri razkritjih prejemkih. Družba razkrije bruto in neto prejemke vsakega posameznega člana uprave in nadzornega sveta. Razkritje je jasno in razumljivo povprečnemu vlagatelju ter poleg zakonskih vsebin vsebuje še:

- razlago, kako izbira meril uspešnosti prispeva k dolgoročnim interesom družbe,
- razlago metod, uporabljenih za odločitve, ali so bila merila uspešnosti izpolnjena,
- točne informacije o obdobjih odloga izplačila variabilnega dela prejemkov,
- informacije o politiki glede odpravnin, vključno s pogoji za izplačilo odpravnin in višinami odpravnin,
- informacije v zvezi z odmernimi dobami,
- informacije o politiki glede zadržanja prenosa delnic po odmeri,
- informacije o sestavi strokovnih skupin družb, katerih politika prejemkov je bila preučena glede na vzpostavitev politike prejemkov zadevne družbe.

3.3 Priporočila za imenovanje, odpoklic in ureditev prejemkov

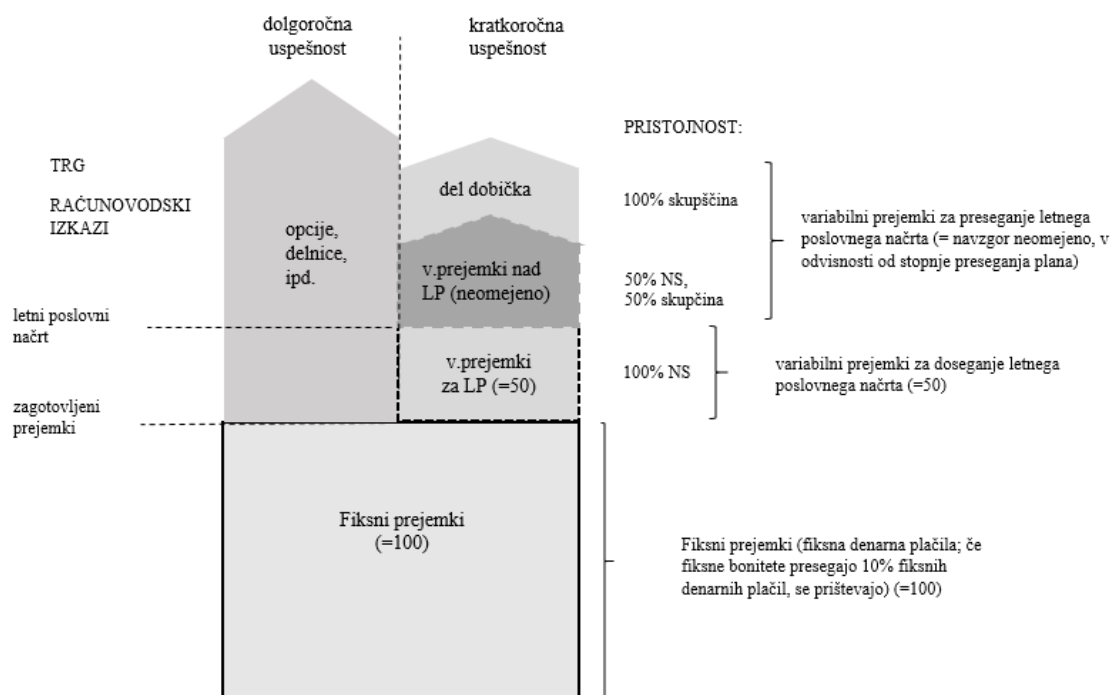
Združenje nadzornikov Slovenije (v nadaljevanju Združenje) je leta 2004 izdalo Priporočila za imenovanje, odpoklic in ureditev prejemkov (2004). Pri določanju sistema nagrajevanja člana uprave je bilo priporočeno, da nadzorni svet upošteva vrednost lastnega kapitala družbe in vrednost sredstev družbe, zmožnost družbe za ustvarjanje prihodkov in dobička ter celoten strošek poslovanja in upravljanja družbe, ki zajema celotne in skupne stroške za prejemke vseh članov uprave in oseb iz kroga širšega menedžmenta ter vseh članov nadzornega sveta.

Član uprave naj ima pod pogoji, določenimi v Priporočilih, pravico do pridobitve naslednjih prejemkov:

- fiksni prejemki (denarna plačila in bonitete) za sprejem odgovornosti in nalog, opravljeno delo, porabo časa in lojalnost družbi,
- variabilni prejemki (denarna plačila in bonitete):
 - prejemki za kratkoročno uspešnost, na podlagi meril, ki zagotavljajo tudi dolgoročno rast vrednosti kapitala družbe, in sicer:
 - za doseganje letnih poslovnih načrtov,
 - za preseganje letnih poslovnih načrtov.
 - prejemki za dolgoročno uspešnost:
 - rast vrednosti kapitala oziroma povečevanje tržne cene delnice, ob upoštevanju izplačil dividend,
- udeležba pri dobičku,
- posebne nagrade za enkratne dosežke (npr. zaradi povečanja vrednosti za delničarje zaradi dobička zunaj rednega poslovanja).

Združenje je priporočilo, da je sistem nagrajevanja z variabilnimi prejemki za kratkoročno uspešnost oblikovan tako, da lahko član uprave za doseganje ciljev, določenih z letnim poslovnim načrtom, pridobi variabilne prejemke v višini okoli 50 odstotkov letnih fiksnih prejemkov, ob preseganju načrtovane uspešnosti pa ima član uprave možnost pridobiti tudi prejemke v višini, ki je navzgor odprta. Prejemki za dolgoročno uspešnost pa naj bi bili v obliki delnic, opcijskih upravičenj in/ali drugih instrumentov, ki bodo vezali prejemke za dolgoročno uspešnost na gibanje vrednosti kapitala družbe oziroma na gibanje cene delnic. Če se z delnicami družbe ne trguje na organiziranem trgu, naj bi gibanje cene delnic izračunali smiselno na osnovi gibanja vrednosti kapitala družbe. Za udeležbo pri dobičku pa je Združenje priporočilo, naj nadzorni svet in uprava predlagata skupščini, da na tak način dodatno nagradi upravo samo, če je družba ustvarila poslovni izid iz rednega poslovanja po odbitku davka v taki višini, da presega med upravo in nadzornim svetom vnaprej dogovorjeno donosnost kapitala.

Slika 1: Shema nagrajevanja



Vir: Priporočila za imenovanje, odpoklic in ureditev prejemkov, Združenje članov nadzornih svetov, 2004.

3.4 Priporočila pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah

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

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

Priporočila Združenja Manager opredeljujejo dvojje različnih meril za določanje plač managerjev na podlagi zahtevnosti vodenja družb: merila velikosti družbe in merila kompleksnosti poslovanja družbe. Merila so prikazana v Tabeli 1.

Tabela 1: Razvrščanje družb po velikosti in kompleksnosti poslovanja

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

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

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

Vir: Priporočila pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah, Združenje Manager, 2005, str. 5.

3.5 Zakon o gospodarskih družbah

V slovenski zakonodaji do sprejetja Zakona o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 65/09 – uradno prečiščeno besedilo, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US in 82/13; v nadaljevanju ZGD-1) v letu 2006 ni bil nikjer natančno urejen postopek določanja prejemkov uprav in nadzornih svetov delniških družb. ZGD-1 je v treh členih vseboval nekaj načelnih določb o tem, kdo je pristojen za določanje prejemkov članov uprav posameznega organa delniške družbe. V 270. členu ZGD-1 je urejal prejemke uprave, v 284. členu prejemke nadzornega sveta, v 289. členu pa prejemke upravnega odbora.

V 1. odstavku 270. člena ZGD-1 je določal, da prejemke posameznega člana uprave določa nadzorni svet, pri tem pa mora poskrbeti za to, da so celotni prejemki v ustreznem sorazmerju z nalogami članov uprave in finančnim stanjem družbe. Zakon s to določbo postavlja le neke smernice, ki naj se jih držijo nadzorni sveti pri določanju prejemkov članom uprave. Tako zakon nalaga nadzornemu svetu, da pri določitvi prejemkov uprave upošteva obseg in zahtevnost dela, ki ga opravlja posamezen član uprave, ter odgovornost, ki jo nosi za svoje delo, pri tem pa je potrebno ločiti najmanj med predsednikom uprave in ostalimi člani uprave. Nadalje mora nadzorni svet upoštevati tudi finančno stanje družbe, in zato prejemke članov uprave določiti glede na likvidnost, solventnost in dobičkonosnost družbe.

Maja 2009 je izšla novela ZGD-1C, ki je prinesla strožjo ureditev na tem področju in prenesla zahtevo po transparentnosti prejemkov na zakonski nivo, saj v petem odstavku

294. člena ZGD-1 določa načelo transparentnosti prejemkov: »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.«

Tretji odstavek 270. člena ZGD-1, ki je bil sprejet leta 2009, uvaja t.i. klavzulo clawback. Ta omogoča da nadzorni svet zahteva vrnitev že izplačane nagrade za poslovno uspešnost ali njen sorazmeren del, v primeru (a) če se pravnomočno ugotovi ničnost letnega poročila in se ničnostni razlogi nanašajo na postavke ali dejstvo, ki so bile podlaga za določanje nagrade, ali (b) 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.

Zakon je s tem institutom želel omogočiti, da se nepravilno dodeljene nagrade lahko odvzamejo in vrnejo nazaj družbi. Pri tem zakon našteva in opisno opredeljuje primere, kdaj je takšna vrnitev izplačane nagrade upravičena. Že izplačano nagrado je mogoče zahtevati v roku treh let od izplačila nagrade ali dela nagrade

V najnovejšem ZGD-1 je 7. odstavek 294. člena določeno, da »pri določitvi politike prejemkov članov uprave in izvršnih direktorjev skupščina sledi naslednjim načelom (1) 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, (2) 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, (3) odpravnina se lahko izplača le v primeru predčasne prekinitve pogodbe. Odpravnina ne more biti izplačana, če je član uprave ali izvršni direktor odpoklican iz krivdnih razlogov ali če član uprave ali izvršni direktor sam odpove pogodbo. Skupščina lahko določi najvišji znesek odpravnine.«

3.6 Priporočila za kadrovanje in imenovanje članov uprav in izvršnih direktorjev

Zaradi sprememb tako evropske kot slovenske zakonodaje, je Združenje nadzornikov Slovenije je v letu 2007 izdalo Priporočila za kadrovanje in imenovanje članov uprav in izvršnih direktorjev (2007). Gre za posodobitev prejšnjih priporočil glede na smernice in spremembo ZGD-1 v letu 2006.

Priporočila na novo priporočajo, da naj pri določanju sistema nagrajevanja člana uprave nadzorni svet upošteva vrednost lastnega kapitala družbe in vrednost sredstev družbe, zmožnost družbe za ustvarjanje prihodkov in dobička ter celoten strošek poslovanja in upravljanja družbe, ki zajema celotne in skupne stroške za prejemke vseh članov uprave, izvršnih direktorjev in oseb kroga širšega managementa ter vseh članov nadzornega sveta in upravnega odbora.

V Priporočilih za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev (2007) imajo člani uprave oziroma izvršni direktor pravico do pridobitve naslednjih prejemkov:

- fiksni prejemki (denarna plačila in bonitete) za sprejem odgovornosti in nalog, opravljeno delo, porabo časa in lojalnost družbi;
- variabilni prejemki (denarna plačila);
 - prejemki za kratkoročno uspešnost, na podlagi meril, ki zagotavljajo kratkoročno rast vrednosti kapitala družbe, in sicer:
 - 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 pri dobičku.

3.7 Zakon o dodatnem davku od dohodkov članov poslovodstev in nadzornih organov v času finančne in gospodarske krize

Konec leta 2009 je bil sprejet Zakon o dodatnem davku od dohodkov članov poslovodstev in nadzornih organov v času finančne in gospodarske krize (Ur.l. RS, št. 78/09 in 107/13 – odl. US; v nadaljevanju ZDDDDČPNO) oziroma t.i. »Trofenikov (Kramarjev) zakon«, ki je uredil plačila v povezavi z Zakonom o dodatnem davku od dohodkov članov poslovodstev in nadzornih organov v času finančne in gospodarske krize.

Davčna osnova od dohodka iz naslova vodenja poslov poslovnega subjekta je po tem zakonu dohodek, zmanjšan za obvezne prispevke za socialno varnost, ki jih je na podlagi posebnih predpisov dolžan plačevati zavezanec, v delu, ki presega:

- v primeru plače – znesek v višini 12.500 EUR mesečno;

- v primeru nagrade za poslovno uspešnost – znesek v višini 25.000 EUR letno;
- v primeru odpravnine – znesek v višini 75.000 EUR letno;
- v primeru dohodka na podlagi udeležbe v dobičku – znesek v višini 25.000 EUR letno;
- v primeru bonitete – znesek v višini 25.000 EUR letno.

Veljavnost zakona je do konca leta 2010 z izjemo v primeru, da se poročstva oziroma jamstva in ukrepi za blažitev posledic finančne in gospodarske krize iztečejo kasneje, velja zakon do konca davčnega leta, v katerem se ti ukrepi iztečejo.

3.8 Zakon o prejemkih poslovnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti Republike Slovenije in samoupravnih lokalnih skupnosti

V letu 2010 je bil sprejet Zakon o prejemkih poslovnih 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), ki je omejil prejemke poslovnih oseb za gospodarske družbe, v katerih je neposredno ali posredno imetnica večinskega deleža RS oziroma samoupravne lokalne skupnosti. Zakon navaja pravila, ki jih morajo člani organov nadzora v omenjenih družbah upoštevati pri sklenitvi pogodbe z direktorjem glede prejemkov in odpravnin. In sicer (citirano iz zakona):

1. 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;
2. 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.);
3. merila uspešnosti morajo vsebovati tudi posebna merila kakovosti za razvoj družbene odgovornosti družbe (odgovornost do zaposlenih, potrošnikov, lokalne skupnosti, varstva okolja itd.);
4. spremenljivi prejemek se določi s sklepom organa nadzora na koncu vsakega poslovnega leta. Izplačilo 50 odstotkov tega prejemka se odloži najmanj za dve leti. Če direktorju mandat poteče pred potekom obdobja odloga izplačila, je upravičen do izplačila 50 odstotkov spremenljivega prejemka že ob izteku mandata. Če je bil direktor manj kot dve leti, mu 50 odstotkov spremenljivega prejemka ne pripada;
5. plačilo direktorjev z delnicami ali s sodelovanjem v delniških shemah in opcijah ni dovoljeno;

6. udeležba direktorjev pri dobičku družbe ni dovoljena, razen če zakon, ki ureja udeležbo delavcev pri dobičku, določa drugače;
7. 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 točke zgoraj se lahko direktorju delniške družbe, s katere delnicami se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, 50-odstotni spremenljivi prejemek izplača v obliki delnic. Število delnic, ki pripadajo direktorju, se določi na koncu vsakega poslovnega leta po zadnji tržni ceni. Kot zadnja tržna cena se šteje povprečna cena delnic, dosežena pri poslovanju s temi delnicami na organiziranem trgu v zadnjih šestih mesecih pred dnevom sprejetja sklepa organa nadzora o višini sprejemljivega prejemka. Delnice se vpišejo na ime direktorja v centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev najpozneje v enem mesecu po poteku obdobja odloga izplačila.

Pri določitvi višine osnovnega plačila, spremenljivega prejemka in odpravnine veljajo te 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 odstotkov izplačanih osnovnih plačil direktorja v poslovnem letu;
- pravica do odpravnine se lahko določi v višini največ šestkratnega osnovnega mesečnega plačila direktorja.

Zakon tudi zahteva, da mora pogodba vsebovati določilo, po katerem se zahteva vrnitev spremenljivega prejemka, če so izpolnjeni pogoji, ki jih za vrnitev nagrade za poslovno uspešnost ali dela te nagrade določa zakon, ki ureja gospodarske družbe.

3.9 Uredba o določitvi najvišjih razmerij za osnovna plačila ter višine spremenljivih prejemkov direktorjev

Zadnje, najnovejše zakonsko določilo, je bilo sprejeto v aprilu 2012 in sicer Uredba o določitvi najvišjih razmerij za osnovna plačila ter višine spremenljivih prejemkov direktorjev (Ur.l. RS, št. 34/10 in 52/11); v nadaljevanju uredba. Uredba (Ur.l. RS, št. 34/10 in 52/11) v 2. členu določa osnovno plačilo 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. Po Uredbi mnogokratnik lahko znaša za male družbe največ 3, za srednje družbe največ 4 in za velike družbe največ 5. V uredbi so opredeljene tudi morebitne izjeme.

Kot je iz zgodovinskega pregleda razvidno, je v zadnjem času v nagrajevanje managerjev posegala predvsem država, kar je predvsem posledica zaostrenih gospodarskih razmer in posledic finančne krize. Zakonski akti se nanašajo torej na družbe v večinski državni lasti.

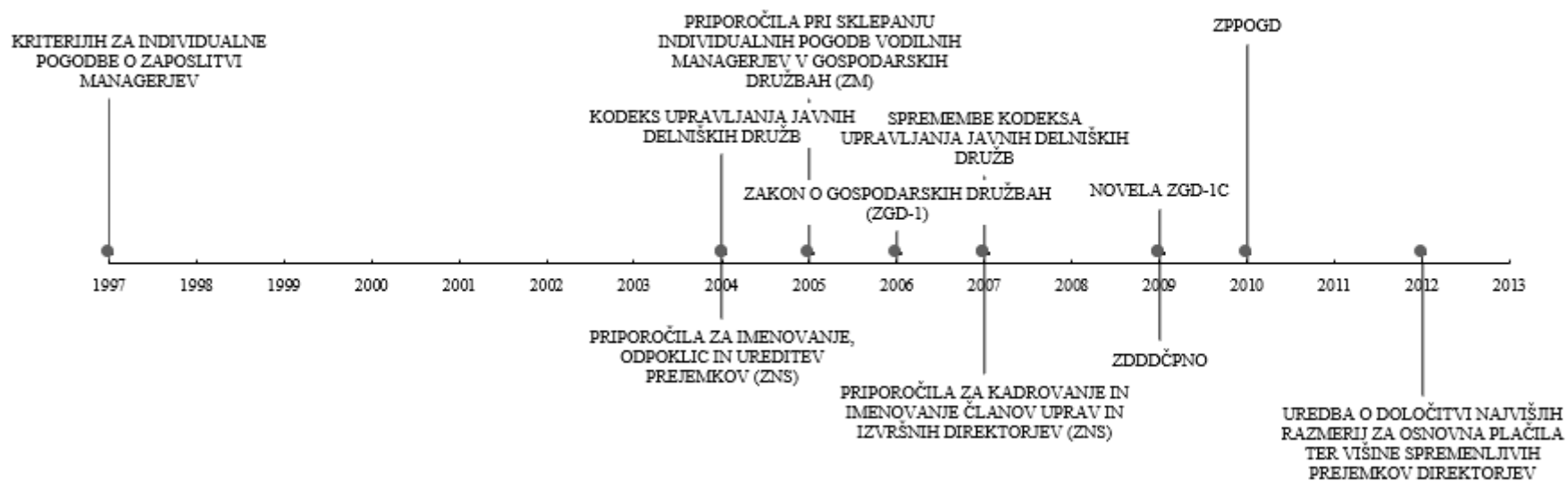
Avtorji Gregorič, Polanec in Slapničar (2010) so raziskovali pomembnost referenčnih vrednosti za managerske pogodbe. V študiji so se zanašali na sprejetje smernic o plačah managerjev in dobro opredeljenih meril posameznih specifičnih referenčnih vrednosti za vzorec 668 slovenskih managerjev v desetletnem obdobju, da bi preverili dokaze o tem, kako sprememba v referenčnem prejemku managerja vodi do poznejših sprememb v prejemkih managerjev.

Teoretične in empirične raziskave na področju psihologije in vedenjske ekonomije trdijo, da posamezniki ocenjujejo svoj položaj glede na to, kako stojijo v zvezi z njihovo referenčno točko. Empirična analiza (Gregorič et al., 2010) je pokazala, da so referenčne točke pomembne pri pogajanjih o višini prejemkov managerjev. Avtorji dokazujejo, da je uvedba neobveznih smernic o plačah managerjev pripeljala do znatnega popravka dejanskih managerskih prejemkov v Sloveniji, ker so bile smernice sprejete kot referenčne točke. Sposobnost vodilnih, da zmanjšajo razliko med referenčno in dejansko plačo managerjev se spreminja z lastnostmi upravljanja delniških družb: ta je bil počasnejši v zasebnih družbah z omejeno odgovornostjo in družbah z obvladujočim zunanjim lastnikom, in hitrejši v družbah z zaposlenim managerjem in/ali večjim zastopanjem države v upravnih odborih oziroma nadzornih svetih.

Rezultati raziskave so torej pokazali, da se prejemki managerjev postopoma prilagajajo novim referenčnim vrednostim in da je hitrost prilagoditve odvisna od značilnosti upravljanja delniških družb. Ti rezultati zagotavljajo dokaze za uvedbo referenčnih vrednosti v teoretičnih modelih pogajanj.

Za boljšo ponazoritev časovnega poteka smernic in zakonskih aktov v Sloveniji dodajam časovnico sprememb, ki je narejena na podlagi pregleda v tem poglavju.

Slika 2: Časovnica smernic in zakonskih ter podzakonskih aktov za določanje načel nagrajevanja managementa v Sloveniji v obdobju od 1997 do danes



4 HIPOTEZE IN RAZISKOVALNI MODEL

Ob pregledu literature s področja nagrajevanja managerjev in zakonskih, podzakonskih aktov ter drugih avtonomnih pravnih virov, sem razvila vrsto hipotez potencialnih determinant prejemkov managerjev.

4.1 Velikost družbe

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

Empirični podatki študij o nagrajevanju managerjev prikazujejo, da so prejemki managerjev pogosto vezani na višino prihodkov od prodaje podjetij. Velikost podjetja je lahko pomemben dejavnik pri oblikovanju strukture managerskih prejemkov, saj bi učinkovit trg dela dodelil bolj nadarjene managerje na višje položaje korporacijske hierarhije. Prejemki managerjev v večjih podjetjih bi bili višji, ker večja podjetja zahtevajo boljše managerje (Conyon, 1997).

Frydman in Saks (2010) sta v svojem delu proučevala dolgoročne trende pri določanju višine prejemkov managerjev na podlagi panelne analize ameriških podjetij za obdobje 1936–2005. Avtorja sta ugotovila, da sta višina managerskih prejemkov in velikost podjetja močno in pozitivno povezana šele v zadnjih desetletjih.

Iz pregleda literature (na primer Andreas Rapp & Wolff, 2012; Frydman & Saks, 2010) je tako moč pričakovati, da bodo managerski prejemki pozitivno povezani z velikostjo družbe.

Tako teorija kot praksa določanja managerskih prejemkov ovirajo nesoglasja in nejasnosti v zvezi z določanjem višine in sestave managerskih prejemkov. V modelu želim preveriti, ali v slovenskih podjetjih pri določanju višine managerskih prejemkov igra pomembno vlogo velikost podjetja. Spremenljivke, ki sem jih proučevali, so podrobneje določene v zadnjem poglavju.

4.2 Uspešnost družbe

Osrednje in najbolj proučevane hipoteze empiričnih raziskav prejemkov managerjev v literaturi se nanašajo na proučevanje pozitivnih povezav med višino managerskih

prejemkov in uspešnostjo podjetij (glej na primer Murphy, 1995; Jensen & Murphy, 1990; Gibbons & Murphy, 1992; Ozkan, 2011; Baptista, 2010; Barontini & Bozzi, 2011). To je običajno motivirano na podlagi teorije zastopništva, ki sem jo opisala že v začetku magistrskega dela. Omenjeni modeli poudarjajo oblikovanje optimalnih pogodb, ki bodo vzpodbudne za managerje, da bodo zasledovali objektivne cilje lastnikov. Cilj lastnikov je torej vzpodbuditi managerje, da delujejo v njegovem najboljšem interesu, saj obstaja asimetrija informacij (tj. moralnega tveganja). Številni avtorji pogosto trdijo, da lahko ustrezne pogodbe ustvarijo spodbude managerjem, da hkrati zasledujejo tako svoje subjektivne interese kot tudi cilje lastnikov.

Osnovni problem je torej zagotovitev primerne sistema ugotavljanja uspešnosti in sistema motiviranja, ki bi motiviral agenta k takim dejanjem, ki bi uresničevala principalov cilj. Med principalom in agentom se zato sklene pogodba o nagrajevanju, ki določa, kako je dolžan delovati agent, hkrati pa, kakšno nagrado mu bo izplačal agent ob koncu obdobja za določeno delovanje (Slapničar & Kavčič, 1998).

Optimalne ureditve pogodb managerjev lahko vključujejo zelo velike zneske plačilo managementu pod pogojem, da so takšna nadomestila zasnovana za zagotavljanje managerjev z močnimi spodbudami za povečanje vrednosti za delničarje (Jensen & Murphy, 1990). Problem z ureditvijo, ki sta jo proučevala Jensen in Murphy (1990), pa je, da so bila v preteklosti velikodušna nadomestila le malo povezana z uspešnostjo posloводства pri povečanju vrednosti za delničarje.

Individualne pogodbe morajo biti zasnovane tako, da v kar se da večji meri preprečujejo trenja oziroma nesoglasja med lastniki in managerji. »Učinkovita pogodba med lastniki ter managerji predstavlja konsistenten sistem meril uspešnosti, ki vodijo k uresničevanju ciljev lastnikov, ciljnih vrednosti meril, zastavljenih upravam v spodbudo za doseg določenega variabilnega deleža nagrade ali ohranitev položaja ter vrednoti in oblike nagrad, ki bodo izplačane za doseganje ciljev« (Slapničar, 2003).

Managerji naj bi bili vsaj deloma plačani glede na uspešnost družbe, se pravi v odvisnosti od tega, kaj ustvarijo za lastnike. Zato lastniki v pogodbah vežejo plače managerjev na uspešnost. Vprašanje je, kako je ta izražena: kot **tržna** ali kot **računovodska** uspešnost (se pravi kot porast vrednosti delnice ali kot računovodski kazalniki). Drugo vprašanje je, kakšne oblike naj bo zaslužek: tipično so vsaj v ZDA zaslužki v obliki lastniških deležev ali opcij nanje in je potem povezava med prejemkom in uspešnostjo že vgrajena v obliko nagrade. Presenetljivo, pa študije ne pokažejo vedno močne povezanosti managerskih plač z uspešnostjo.

Ko že omenjeno pri pregledu študij po posameznih državah v 2. poglavju tega dela, je iskanje povezav med višino prejemkov managerjev in uspešnostjo družb, ki jih vodijo, še vedno zelo aktualna tema. Iz pregleda tudi sledi, da se te teme lotevajo v vseh državah, ne samo v državah anglosaksonskega sveta, kjer je že tradicionalno tržni sistem gospodarstva.

Kot izhaja iz pregledanih študij, je bila v preteklosti povezava med višino prejemkov managerjev in uspešnostjo družb pozitivna in močna v državah anglosaksonskega sveta, vendar pa najnovejše študije kažejo, da je ta močna pozitivna povezava vidna tudi pri družbah v državah v drugih delih sveta, nekoliko presenetljivo tudi na Kitajskem, ki ima sicer tržno socialistično gospodarstvo.

V svojem modelu sem uporabila predpostavko, da je višina managerskih prejemkov pozitivno povezana z uspešnostjo družbe. Torej, bolj je družba uspešna, višji so prejemki managerjev. Posamezne spremenljivke, ki določajo uspešnost družb v vzorcu, so predstavljane v poglavju o merjenju spremenljivk.

Mnogi avtorji so v svojih študijah poudarili pomen ocenjevanja relativne uspešnosti pri oblikovanju prejemkov managerjev in nadomestil za njihovo delo (Holstrom, 1982; Murphy, 1985; Gibbons & Murphy, 1992; Kaplan, 2012). Osnovna ideja je, da je delničarjev donos le glasen signal za napore managementa. Obstaja veliko dejavnikov, ki lahko vplivajo na cene delnic, ki so zunaj nadzora agenta - managementa. Na primer, donosnost delničarjeve naložbe je lahko nizka kljub visokemu trudu, ki ga je vložil management, in je posledica tržnih razmer.

Maksimiranje tržne vrednosti delnice je idealno merilo za uresničevanje interesov lastnikov. Uprava sicer ne more voditi oziroma s svojim delom vplivati na tržno vrednost delnice, kot lahko na dobičkonosnost sredstev ali kapitala, ker je le-ta v veliki meri odvisna tudi od zunanjih dejavnikov. Tržna cena delnice kot samostojno merilo ni najučinkovitejše merilo, kajti za tako tvegano ugotavljanje uspešnosti želi biti uprava dodatno kompenzirana (Slapničar, 2003).

V analizi sem želela proučiti povezavo med višino prejemkov managerjev v javnih delniških družbah glede na donosnosti za lastnike, delničarje. Donosnost za lastnike pomeni povečanje njihove naložbe, torej povečanje tržne vrednosti delnice družb. Opredelitev spremenljivke, ki je bile uporabljenega pri empirični študiji, je podana v zadnjem poglavju.

4.3 Lastništvo družbe

Dolg seznam literature začeni z Berle in Means (1932) priznava, da lahko razpršena lastniška struktura delničarjev zmanjša spodbude za spremljanje managerjev in omejitev stroškov plač managerjev. Literatura priznava, da imajo veliki delničarji, ki neposredno ne delujejo kot management, različne spodbude in tehnologije za spremljanje upravljanja v primerjavi z razpršenimi malimi delničarji. Na primer, Schleifer in Vishny (1986) sta v svojem teoretičnem modelu dokazala, da veliki delničarji podjetij v javni lasti služijo kot učinkoviti upravljavci, saj imajo nižje mejne stroške pridobivanja in širjenja informacij in prejema večji delež koristi zaradi svojih velikih deležev.

Novejše študije (Barontini & Bozzi, 2011; Andreas et al., 2012; Luo & Jackson, 2012) so proučevale povezanost strukture lastništva z višino prejemkov managerjev. Vse

omenjene so si enotne, da imajo managerji v družbah z večjo koncentracijo lastništva nižje prejemeke.

Gregoričeva (2003b) ugotavlja, da večino podjetij v celinski Evropi danes obvladuje večinski lastnik (tako imenovani notranji sistem), medtem ko podjetja na razvitih trgih Velike Britanije in ZDA obvladujejo razpršeni lastniki (tako imenovani zunanji sistem). V večini tranzicijskih držav si prvi največji delničar v povprečju lasti več kot polovico kapitala. Večja kot je razpršenost lastništva, večji je problem agentov: predstavniki nadzornega sveta so manj povezani z lastniki in že med lastniki in predstavniki v nadzornem svetu lahko pride do različnih interesov. Lastniki, ki imajo manjši lastniški delež, prevzemajo manj aktivno vlogo v dragem in napornem nadzoru. Nasprotno pa morajo pri koncentriranem lastništvu, kjer so lastniki podjetja maloštevilni z velikimi in manj likvidnimi lastniškimi deleži, prevzeti bolj aktivno vlogo v nadzoru. S tem so povezana tudi pogajanja o plačah: številne študije kažejo, da bolj koncentrirano lastništvo pomeni manjše plače, ki si jih managerji lahko izpogajajo zgolj zaradi šibke vloge lastnikov (Gregorič et al., 2010).

Namen magistrskega dela je, da preuči, ali so pogodbe za nagrajevanje managerjev, ki temeljijo na računovodskih predpostavkah, v Sloveniji manj razširjena v podjetjih brez razpršenega lastništva. Za spremenljivke, ki so bile uporabljene pri empirični študiji, glej zadnje poglavje.

4.4 Posebnosti slovenskega gospodarskega prostora in gospodarskih družb

Izhajajoč iz načina privatizacije ima kljub preoblikovanju v tržno gospodarstvo v Sloveniji v družbah, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, še vedno velik lastniški delež preko družb KAD in SOD, država. Le-ta bi lahko zaradi t.i. »Lahovnikovega zakona«, ki je omejil višino prejemkov uprav v podjetjih v državni lasti na večkratnik višine povprečne plače v družbi, v kateri so managerji, vplivala na višino prejemkov. Zaradi omenjenega bom v regresijskem modelu upoštevala tudi vpliv države. Pričakovati je, da kjer je lastništvo države večje, da imajo managerji teh družb nižje prejemeke.

Še kot eno posebnost slovenskega gospodarskega prostora v proučevanem obdobju je tudi vpliv menjave uprave na prejemeke managerjev. V proučevanem obdobju je prišlo do večjega števila menjav v upravi, predvsem v zadnjih letih. Te menjave so bile narejene zaradi vplivov politike (spremembe oblasti) ali zaradi vpliva slabših rezultatov podjetij zaradi finančne krize. Ob odstavitvi managerjev so bile le-tem kljub kriznim časom izplačane tudi odpravnine, ki imajo visok vpliv na prejemeke managerje. Zaradi tega sem pri vzpostavitvi hipotez in modela upoštevala tudi spremenljivko, ki je vezana na menjavo uprav.

Celotni model managerskih prejemkov v Sloveniji tako vključuje naslednje ključne dejavnike: velikost podjetja, uspešnost podjetja, koncentracijo lastništva, spremembo tržne donosnosti, menjavo uprave in lastništvo države.

Model je prikazan spodaj:

$$\text{Prejemek člana uprave} = \alpha + \beta_1 \times \text{velikost} + \beta_2 \times \text{uspešnost} + \beta_3 \times \text{lastništvo} + \beta_4 \times \text{donosnost} + \beta_5 \times \text{menjava uprave} + \beta_6 \times \text{lastništvo države} + \varepsilon$$

(1)

V nadaljevanju predstavljam hipoteze, ki so skladne z oblikovanim modelom in izbranimi spremenljivkami:

H₁: Prejemki managerjev so pozitivno povezani z velikostjo podjetja.

H₂: Prejemki uprav so pozitivno povezani z računovodsko uspešnostjo podjetja.

H₃: Povečanje tržne vrednosti delnice oziroma donosnosti za lastnike je pozitivno povezana z višino prejemkov managerjev.

H₄: Koncentracija lastništva negativno vpliva na prejemke managerjev.

H₅: Menjava uprave pozitivno vpliva na višino prejemkov managerjev.

H₆: Večji delež lastništva predstavlja država, nižji so prejemki managerjev.

5 ANALIZA PREJEMKOV UPRAV JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB V SLOVENIJI

5.1 Namen analize

Namen analize je omogočiti vpogled v strukturo sistemov upravljanja slovenskih javnih delniških družb in določiti ključne dejavnike, ki vplivajo na višino plač in nagrad managerjev v Sloveniji. Do sedaj objavljene študije so obravnavale nagrajevanje managerjev le za krajše obdobje, s to raziskavo pa želim analizirati prejemke managerjev za daljše časovno obdobje (2002–2012).

5.2 Pretekle raziskave v Sloveniji

Združenje nadzornikov Slovenije je izvedlo raziskavo o nagrajevanju uprav in nadzornih svetov leta 2003 (Raziskava o delu in nagrajevanju članov nadzornih svetov, 2003). Naslov raziskave je bil Mednarodna analiza upravljanja gospodarskih družb s poudarkom na nagrajevanju članov uprav in nadzornih svetov. Rezultati raziskave žal niso primerljivi z rezultati analize, predstavljene v tem magistrskem delu, saj je bil zajem družb v vzorec nekoliko drugačen. V vzorec so bile zajete tako javne kot nejavne slovenske družbe, podlaga za analizo pa so bili anketni vprašalniki, na katere so v družbah odgovarjali. Transparentnost podatkov takrat še ni bila takšna kot v današnjih časih, zato javni podatki o nagrajevanju niso bili na voljo. Jedro takratne analize je tvorila analiza dejanskih razmer in prakse na področju nagrajevanja članov uprav in nadzornih svetov delniških družb v Sloveniji v letu 2003, analiza nagrajevanja v

izbranih evropskih državah ter primerjava razlik in podobnosti med slovensko in tujimi praksami. Posebej so bili analizirani tudi trendi nagrajevanja v Evropi in Sloveniji.

Združenje nadzornikov Slovenije je v letu 2007 izvedlo tudi raziskavo Nagrajevanje uprav in nadzornih svetov v Sloveniji 2005–2006: Raziskava o stroških upravljanja slovenskih javnih delniških družb (Dolinar et al., 2007). Raziskava o nagrajevanju uprav in nadzornih svetov v slovenskih javnih delniških družbah je mogoča zaradi vse večje transparentnosti teh podatkov v letnih poročilih, nekatere pa so avtorji poiskali v skupščinskih sklepih teh družb. Cilj raziskave je bil omogočiti natančen vpogled v stanje na področju nagrajevanja uprav in nadzornih svetov v praksi, z analizo prispevati k boljšem razumevanju področja nagrajevanja uprav in nadzornih svetov in nenazadnje k izboljšanju prakse nagrajevanja. V raziskavo je bilo vključenih 72 javnih delniških družb, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, ter 561 članov uprav in nadzornih svetov v teh družbah. Vse družbe vključene v raziskavo imajo tržno kapitalizacijo najmanj 250 mio SIT oziroma 1,04 mio EUR. Podatki so bili v raziskavi izbrani iz javno objavljenih in dostopnih informacij in dokumentov, zato so v raziskavo vključene samo družbe, pri katerih je bilo mogoče zbrati podatke o prejemkih uprave in nadzornega sveta na podlagi javno objavljenih informacij.

Združenje Manager in Združenje nadzornikov Slovenije (Slapničar, Podbevšek & Prijović, 2010) so leta 2010 izdali Raziskavo o nagrajevanju uprav in nadzornih svetov v Sloveniji 2007–2009, ki omogoča primerjavo višine in strukture nagrajevanja članov uprav in nadzornih svetov slovenskih javnih delniških družb v letih 2007–2009. Ker temelji na enako oblikovanem vzorcu kot Raziskava o nagrajevanju uprav in nadzornih svetov v Sloveniji 2005–2006 (raziskava o stroških upravljanja slovenskih javnih delniških družb) (Dolinar et al., 2007) omogoča pregled gibanja plačil upravam in nadzornim svetom slovenskim javnim družbam od leta 2005 naprej.

Namen raziskave je bila predstavitev celovitega vpogled v plačila članom uprav in nadzornih svetov javnih delniških družb oz. vpogled v primerjavo stroškov upravljanja in nadzora. Podaja pregledno primerjavo sistemov nagrajevanja v širšem kontekstu, omogoča primerjavo z obstoječo prakso tistim, ki sprejemajo odločitve o tem delu korporativnega upravljanja, ter kaže smernice, ki zaznamujejo nadaljnji razvoj področja. V raziskavi avtorji ugotavljajo, v kakšni meri je finančna kriza vplivala na prejemke članov uprav in članov nadzornih svetov in v kakšni meri so vladni ukrepi glede zmanjšanja prejemkov uprav in nadzornih svetov imeli učinek na prejemke.

Podatki raziskave so bili zajeti iz revidiranih letnih poročil javnih delniških družb in pri skupinah družb upoštevali stroške vodenja in nadzora za matično družbo iz revidiranih konsolidiranih letnih poročil. Raziskava analizira stanje nagrajevanja članov uprav in nadzornih svetov slovenskih javnih delniških družb v letih 2007, 2008 in 2009. Zaradi nekaterih umikov družb z organiziranega trga kapitala oz. uvrstitve novih družb nanj, se vzorec z raziskavo za obdobje 2005–2006 obeh raziskav. V raziskavo so vključeni

podatki o prejemkih uprave in nadzornih svetov družb, ki so bili skladno z ZGD-1 razkriti v prilogah k letnim poročilom, in podatki, ki izhajajo iz sklepov skupščin o delitvi dobička.

5.3 Opredelitev vzorca

Pričujoča analiza zajema prejemke uprav javnih delniških družb v obdobju od leta 2002 do 2012. Osnovni podatki za obdobje 2002–2006 so vzeti iz baze, ki je bila osnova za pripravo mojega diplomskega dela (Novak, 2008). Podatki za primerjalno obdobje 2007–2009 so vzeti iz raziskave, ki jo je naredilo Združenje nadzornikov Slovenije v sodelovanju z Združenjem Manager v letu 2010 z naslovom Nagrajevanje uprav in nadzornih svetov v Sloveniji 2007–2009 (Slapničar et al., 2010). Zbiranje podatkov in proučevanje posameznih dejavnikov za obdobje 2010–2012 je potekalo na enaki osnovi kot v omenjeni raziskavi, zato so rezultati analize primerljivi.

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

V to analizo so bile zajete slovenske javne delniške družbe, ki so imele v obdobju 2002–2012 svoje delnice uvrščene v enega izmed treh segmentov organiziranega trga vrednostnih papirjev Ljubljanske borze.

Nekatere družbe so bile izločene iz vzorca, razlogi za to pa so različni. Izločene družbe lahko glede na razlog za izločitev iz vzorca delimo na več skupin. Prve izmed družb so v proučevanem obdobju spremenile sistem upravljanja v enotirni sistem, ki se razlikuje glede na dvotirni sistem, pri katerem težko opredeliti posamezne prejemke upravljanja in nadzora. Glede na majhno število družb (5) proučevanje prejemkov izvršnih direktorjev ni smiselno, saj zaradi majhnosti vzorca rezultati analize ne bi bili reprezentativni.

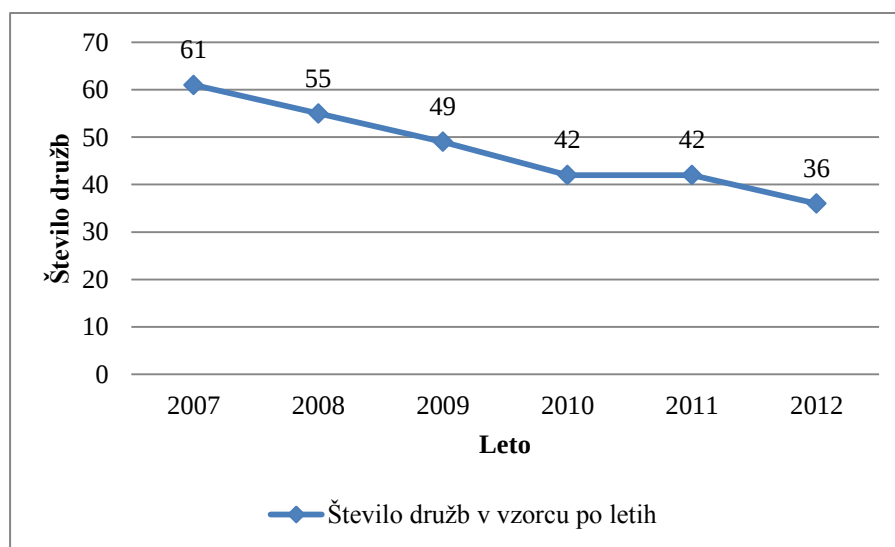
Drugo skupino predstavljajo družbe, ki so v proučevanem obdobju šle v stečaj. Tretjo skupino družb, ki smo jih izločili iz vzorca, predstavljajo družbe, ki niso objavile podatkov o prejemkih uprave v skladu z zakonom oziroma so bili objavljeni podatki nekonsistentni, nepregledni in vsebinsko nerazpoznavni. V četrto skupino sodijo družbe, ki so kot strošek vodenja oziroma nadzora prikazale znesek 0. Ničelni vložek v mehanizme motivacije članov uprav je neracionalen. V naš vzorec prav tako ne sodijo investicijske družbe, holdingi, ki funkcionirajo kot investicijski skladi in nimajo enakih, primerljivih prihodkov in stroškov kot običajne družbe pri svojem poslovanju.

Investicijske družbe prav tako običajno nimajo zaposlenih ali je glede na vrednost sredstev v primerjavi z običajnimi družbami, to zelo majhno.

Tabela 2: Seznam družb, izločenih iz vzorca

AGROGORICA	ALTA SKUPINA
ALPOS	KD GROUP
JAVOR PIVKA	PLAMA - PUR
ZDRAVILIŠČE ROGAŠKA	INLES
GRAND HOTEL UNION	

Slika 3: Število družb v vzorcu po letih v obdobju 2007–2012



Vir: Letna poročila družb, lastni izračuni.

Iz zgornjega grafa je razvidno, da se je število družb v vzorcu z 61 v letu 2007 zmanjšalo na 36 v letu 2012. Zmanjšanje števila v vzorcu je posledica predvsem že omenjenih dejavnikov – stečaj družb, uvedba enotirnega sistema idr. Prav tako so bile zaradi sprememb lastništev v javnih delniških družbah, bodisi z managerskimi prevzemi ali prodajo podjetij, nekatere družbe v proučevanem obdobju umaknjene z organiziranega trga vrednostnih papirjev.

5.3.1 Člani uprav, ki so zajeti v analizo

Subjekti vodenja družb, ki so zajete v vzorcu, so člani uprav. Višina prejemkov se je ugotavljala po naslednjih dveh skupinah:

- predsednik uprave;
- ostali člani uprave.

Celotni prejemki uprav v Sloveniji so sestavljeni iz naslednjih elementov:

- fiksni prejemki,
- variabilni prejemki (del plače, odvisen od uspešnosti) ter
- drugi prejemki (bonitete, odpravnine) ne glede, ali so v denarju ali v obliki drugih ugodnosti.

V celotnih prejemkih ne gre le za zneske, ki so jih uprave dejansko prejele, ampak ta znesek vključuje tudi vse davke in prispevke, ki morajo biti odvedeni v skladu z zakonodajo. Zaradi omenjenega so zneski ustrezno višji, saj izkazujejo vrednosti dejanskih stroškov upravljanj družb.

V letu 2007 je bilo v 61 raziskanih družbah 124 članov uprav, v letu 2008 113 članov uprav in v 55 družbah in v letu 2009 106 članov uprav 49 družbah. V letu 2010 je bilo v 42 raziskanih družbah 101 član uprav, v letu 2011 109 članov uprav v 42 družbah in v letu 2012 97 članov uprav in v 36 družbah. V posameznih družbah je skupno število članov uprave med 1 in 6.

V letu 2007 je bilo povprečno število članov uprave 2,03, v letu 2008 je povprečno število članov uprave ostalo enako, v letu 2009 pa se je število članov uprave povišalo na povprečno 2,25. V letu 2010 je bilo povprečno število članov uprave 2,4, v letu 2011 je bilo povprečno število članov uprave 2,60 in v letu 2012 je bilo povprečno število članov uprave 2,69.

Iz omenjenih podatkov izhaja, da se je v proučevanem obdobju 2007 – 2012 povprečno število članov uprave v obdobju, ki je posledica predvsem enega dejavnika. Zaradi sprememb v okolju in slabšega poslovanja podjetij, je bilo predvsem v drugi polovici proučevanega obdobja večje število menjav uprave. V letu 2010 je bilo tako v vzorcu 42 družb v devetih družbah prišlo do menjave uprave, v letu 2011 še do osmih menjav v enakem vzorcu družb, v letu 2012 pa v vzorcu 36 družb do sedmih menjav uprave.

5.4 Transparentnost razkritij

Namen razkrivanja načina nagrajevanja ali bistvenih podatkov o strukturi in principih nagrajevanja je seznanitev delničarjev z načinom motiviranja organov vodenja in omogočanje vpogleda v mehanizme motiviranja ter stroške povezane z njimi (Dolinar et al., 2007). Za investitorje je koristno, če poznajo način, kako se prejemki in njihova višina na posameznega člana oziroma predsednika uprave določijo, kot pa če zgolj poznajo znesek prejemkov. Na tak način lahko namreč dobijo informacijo, ali se prejemki uprave ob slabem poslovanju družbe ustrezno znižajo in da po nepotrebnem ne obremenjujejo finančnega položaja družbe. Kot ugotavljajo Dolinar, Pirc in Podbevšek (2007), je skladno s sodobno prakso potrebno ne le razkrivanje prejemkov posameznikov, temveč tudi strukture prejemkov. Priporočajo tudi ločeno razkrivanje odpravnin ter politik in mehanizmov nagrajevanja vnaprej.

Transparentnost in razkrivanje informacij o poslovanju družbe je področje, ki ga v državah članicah EU skoraj brez izjeme določa zakonodaja, ki ureja trg vrednostnih papirjev. Evropski kodeksi upravljanja izhajajo iz korporacijske zakonodaje kot celote ne glede na to, kateri zakoni ali podzakonski akti jo sestavljajo (Bajuk, Kostrevc & Podbevšek, 2003). Nikakor pa korporacijske zakonodaje ne gre jemati le kot osnovne zakonodaje o statusnem urejanju gospodarskih družb (pri nas na primer Zakon o gospodarskih družbah).

Splošne informacije o poslovanju družbe zagotavlja letno poročilo družbe, ki je glavni medij objavljanja informacij v vseh državah članicah EU. Letno poročilo vsebuje vse informacije (finančne podatke, cilje, strategije, sistemu notranjega nadzora ...), ki so potrebne za pregled poslovanja družbe, za katerega je odgovoren management. Vsebinsko poročila določa zakon, finančno-računovodski standardi, kodeksi vladanja družbam in uveljavljena praksa gospodarskih družb. Letno poročilo pripravi management družbe, pri sprejetju ali potrditvi sodeluje nadzorni organ, nazadnje pa je predstavljeno delničarjem družbe na skupščini. Od statusa javnosti družbe je odvisno, ali je letno poročilo namenjeno tudi javni objavi, ne glede na to, ali je to zahteva borze ali korporacijske zakonodaje (Bajuk et al., 2003).

Zbiranje podatkov je bilo precej oteženo, saj ima vsaka družba svoj način izdelovanja in obliko letnih poročil. Prav tako pa nobena izmed preučevanih družb dosledno ne upošteva Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, ki se nanašajo na razkrivanje prejemkov uprave. Podatki so bili v različnih oblikah, zato je bila njihova obdelava dolgotrajna. Različne podatke je bilo namreč potrebno obdelati in jih spraviti v obliko, v kateri jih je medsebojno možno primerjati. Pri pregledu letnih poročil ni možno ugotoviti nobenega jasnega vzorca v obsegu razkritij, ki bi pojasnjeval, katere družbe razkrivajo več podatkov v zvezi z razkritji prejemkov uprav družbe in katere manj.

5.4.1 Poimenska razkritja bruto prejemkov uprav v obdobju 2007–2012

Tabela 3: Število in delež družb s poimenskimi razkritji bruto prejemkov uprav po letih v obdobju 2007–2012

Leto	Število družb s poimenskimi razkritji prejemkov uprav	Število družb v vzorcu	Delež družb s poimenskimi razkritji prejemkov uprav (v%)
2007	48	61	79
2008	45	55	82
2009	49	49	100
2010	39	42	93
2011	38	42	90
2012	34	36	94

Vir: Letna poročila družb, lastni izračuni.

Delež družb, ki je poimensko razkrivalo prejemke uprav, se v proučevanem obdobju spreminja. V letu 2007 in 2008 je najmanj družb v vzorcu poimensko razkrivalo prejemke uprav. Transparentnost se je občutno izboljšala v letu 2009, ko je vseh 49 družb v vzorcu poimensko razkrilo prejemke uprav.

Izboljšanje je posledica novele ZGD-1C prinesla zakonsko ureditev na tem področju in zahtevo po transparentnosti prejemkov, saj v petem odstavku 294. člena ZGD-1 določa načelo transparentnosti prejemkov: »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.«

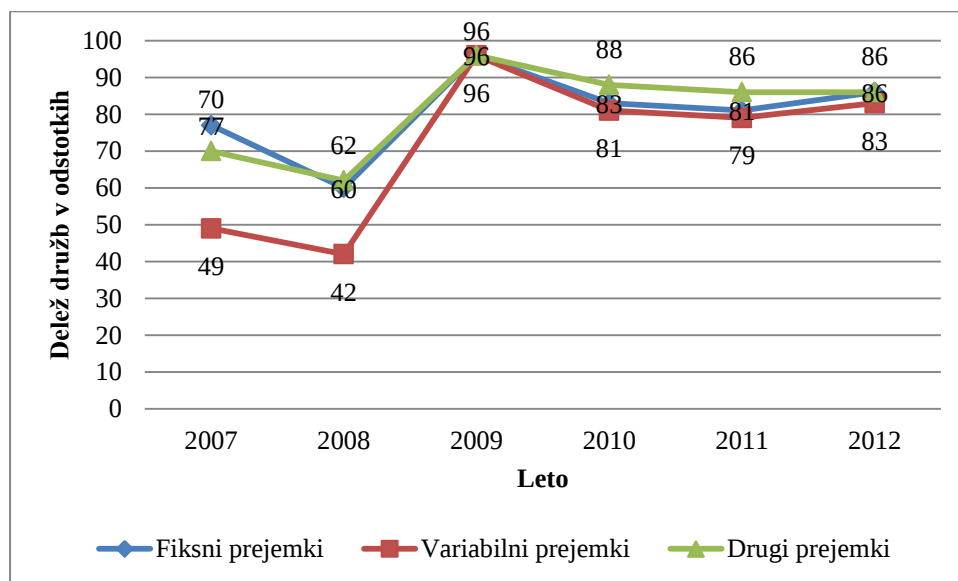
Pred omenjenim zakonskim določilom so razkritja zahtevala le načela dobre prakse, Kodeks upravljanja javnih delniških družb in 18. točka prvega odstavka 69. člena ZGD-1, ki je zahtevala objavo skupnih zneskov vseh prejemkov, ki so jih za opravljanje nalog v družbi v poslovnem letu prejeli člani poslovodstva, kot prilogo k izkazom.

Tabela 4: Število družb v vzorcu z razkritji po posameznih vrstah prejemkov uprav po letih v obdobju 2007–2012

Leto	Fiksni prejemki	Variabilni prejemki	Drugi prejemki	Celotni vzorec
2007	47	30	43	61
2008	33	23	34	55
2009	47	47	47	49
2010	35	34	37	42
2011	34	33	36	42
2012	31	30	31	36

Vir: Letna poročila družb, lastni izračuni

Slika 4: Delež družb v vzorcu z razkritji po posameznih vrstah prejemkov uprav po letih v obdobju 2007–2012 v odstotkih



Vir: Letna poročila družb v vzorcu, lastni izračuni.

Zaradi slabega poimenskega razkritja prejemkov uprav je pričakovati, da bodo slaba tudi razkritja po posameznih vrstah prejemkov, kar potrjujejo rezultati analize za leti 2007 in 2008. Z uzakonjenjem transparentnosti poimenskih razkritij, se je v nadaljnjih letih povečal tudi delež družb, ki razkrivajo posamezne vrste prejemkov. Največji delež družb v vzorcu, ki je razkrival prejemke uprav po posameznih vrstah, je bil v letu 2009. V obdobju 2010–2012 se delež družb, ki so razkrila prejemke uprave po posameznih vrstah, giblje med 79 in 88 odstotki vseh družb v vzorcu.

5.4.2 Razkritje politike prejemkov uprav

Politika prejemkov uprav v proučevanem obdobju ni bila razkrita v nobeni družbi. To je posledica dejstva, da je bilo priporočilo Evropske unije na tem področju in posledično sprememba slovenske zakonodaje⁵ in Kodeksa upravljanja javnih delniških družb⁶ oblikovano šele v letu 2009.

Avtorji so v raziskavi iz leta 2010 (Slapničar et al., 2010) izrazili pričakovanja, da bodo posledice zakonske možnosti skupščinskega odločanja o politiki prejemkov vidne šele v letnih poročilih za 2010, če so bodo delničarji za to odločali, kar pa se ni uresničilo. V obdobju 2010–2012 družbe še vedno niso razkrivale politike prejemkov uprav.

⁵ 294. člen ZGD-1 (6) Skupščina lahko določi politiko prejemkov članov organov vodenja ali nadzora. Vsi prejemki članov organov vodenja ali nadzora morajo biti v skladu s tako politiko prejemkov.

⁶ 5.7. točka Kodeksa upravljanja javnih delniških družb, 2009

Pri politiki prejemkov uprave je bistveno, da se vlagateljem pojasni sistem oblikovanja prejemkov posameznega člana uprave ali nadzornega sveta in ne le zneskov prejemkov, ki sami po sebi ne povedo veliko. Z razkritjem politike nagrajevanja vlagatelji dobijo informacijo, ali prejemki uprave sledijo (ne)uspešnosti družbe in ali predstavljajo breme za finančni položaj družbe ali pa so z njim v ravnovesju. Politika prejemkov naj bi bila razkrita vnaprej.

Politika prejemkov vlagateljem omogoča, da se seznani z načinom nagrajevanja v družbi, sistemom motivacije in ureditvijo odpravnin, tako da dobijo informacije tudi o prihodnjih stroških družbe na tem področju. Nerazkrivanje politike prejemkov onemogoča vlagateljem ne le vpogled v pričakovane stroške vodenja v naslednjem letu, temveč tudi pregled variabilnosti prejemkov uprav v smislu pogodbenih pravic.

5.5 Opisne spremenljivke

5.5.1 Povprečni letni prejemki predsednikov uprav

Kot je bilo že navedeno, so prejemki predsednika uprav navedeni v bruto znesku, kar pomeni, da ne gre za znesek, ki bi ga oseba dejansko prejela, ampak predstavljajo dejanski strošek upravljanja, ki bremeni družbo. Za primerjavo dejanskih prejemkov predsednikov uprav smo naredili oceno neto prejemkov na podlagi bruto prejema predsednika uprave v posamezni družbi, pri čemer smo upoštevali trenutno veljavno davčno zakonodajo. Zaradi slabega razkritja neto prejemkov dejanskega povprečnega neto prejema predsednikov uprav nismo mogli analizirati, saj še vedno zelo malo družb razkriva neto prejemke tako predsednikov uprav kot ostalih članov uprav.

Tabela 5: Število družb v vzorcu z razkritji posameznih vrst prejemkov predsednikov uprav v obdobju 2007–2012

Leto	Bruto prejemki	Fiksni prejemki	Variabilni prejemki	Drugi prejemki	Celotni vzorec
2007	44	36	25	38	61
2008	40	30	26	32	55
2009	49	47	47	47	49
2010	40	34	33	35	42
2011	40	33	32	33	42
2012	36	31	30	31	36

Vir: Letna poročila družb v vzorcu, lastni izračuni.

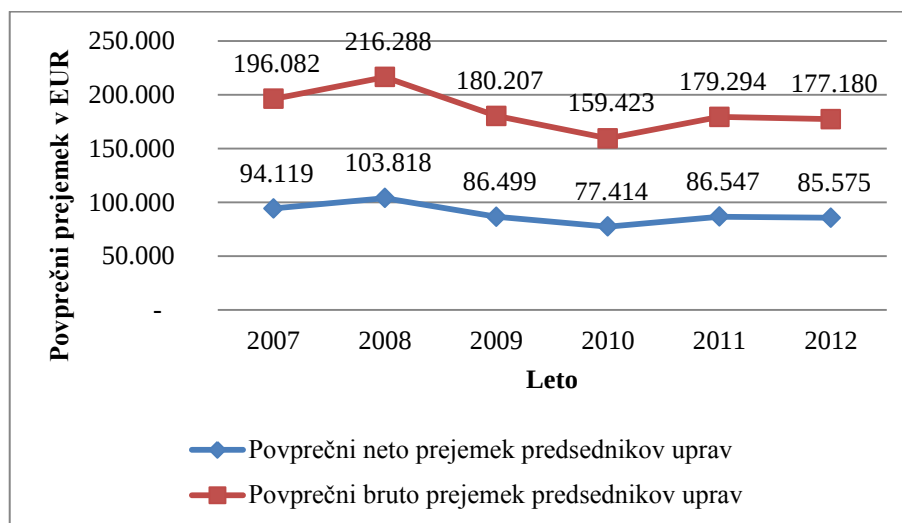
Razkritje posameznih vrst prejemkov predsednikov uprav v obdobju 2007–2012 je bilo v letih 2007 in 2008 slabo, ki pa se je v obdobju 2009–2012 izboljšalo. Fiksne prejemke je tako v letu 2007 razkrivalo 59 odstotkov družb izmed 61 v vzorcu, v letu 2008 le 55 odstotkov družb izmed 55 v vzorcu. V letu 2009 je fiksne prejemke razkrivalo 96 odstotkov družb od 49 družb v vzorcu, v letu 2010 81 odstotkov od 42 družb v vzorcu, v

letu 2011 79 odstotkov družb v enakem številu družb, ter v letu 2012 86 odstotkov družb v vzorcu.

Razkritja deležev variabilnih prejemkov uprav so bila v letih 2007 in 2008 precej redkejša kot razkritja bruto prejemkov. V vzorcu za leti 2007 je bil delež variabilnih prejemkov v celotnih prejemkih določljiv le za 30 družb od 61, kar predstavlja 41 odstotkov. V letu 2008 pa le za 23 družb od 55, kar predstavlja razkritje le 47 odstotkov družb v vzorcu. Vsi podatki se torej nanašajo le na zelo zmanjšan vzorec. Čeprav bi od leta 2009 zaradi spremembe zakonodaje morale vse vzorčne družbe poročati o prejemkih, ločeno po skupinah, pri dveh družbah ta podatek manjka oziroma ni razviden. V eni izmed družb bila variabilna plača leta 2009 negativna (malus) in sicer kar v višini petine celotnih bruto prejemkov. V letu 2010 je variabilne prejemke razkrilo 79 odstotkov družb v vzorcu, v letu 2011 76 odstotkov družb v vzorcu, v letu 2012 pa 83 odstotkov družb v vzorcu, kljub obvezni zakonski podlagi o razkritju posameznih vrst prejemkov uprav.

Drugi prejemki uprave so prejemki, ki jih ne uvrščamo ne v fiksne prejemke in ne v variabilne ter tudi ne kot udeležbo v dobičku. Ti prejemki torej obsegajo razne bonitete ter odpravnine, vendar številna podjetja o sestavi drugih prejemkov ne poročajo eksplicitno. Ker so lahko odpravnine pomemben strošek vodenja za družbe v letu, ko pride do menjave uprave, bi bila zagotovo dobrodošla večja transparentnost teh podatkov v letnih poročilih, saj bi bolj realno prikazovali prejemke aktualne uprave in omogočala bolj poglobljeno analizo teh podatkov. O drugih prejemkih uprave je v letu 2007 poročalo 43 podjetij, v letu 2008 je o drugih prejemkih poročalo le 34 podjetij. V letu 2009 imamo podatke večine družb, v letu 2010 35 od 42 družb v skupini, v letu 2011 pa v enakem vzorcu podatke o 33 družbah. V letu 2012 je 31 od 36 družb v vzorcu poročalo o drugih prejemkih.

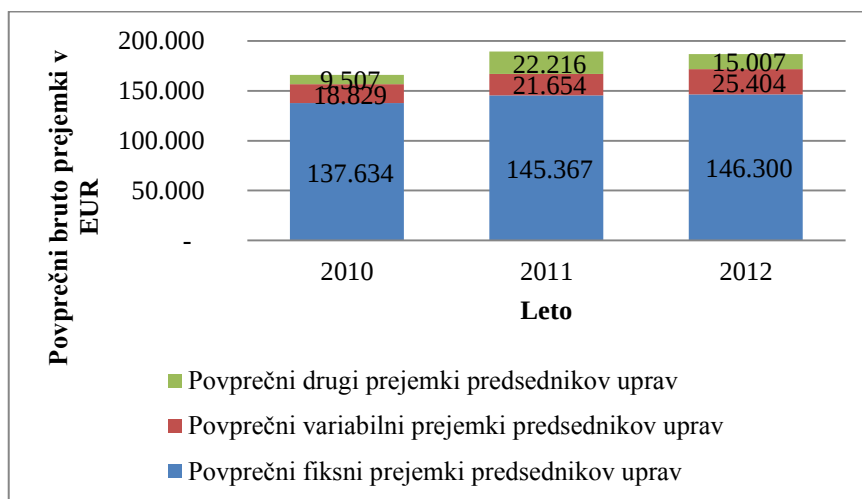
Slika 5: Gibanje povprečnih bruto in neto prejemkov predsednikov uprav v obdobju 2007–2012 v EUR



Vir: Letna poročila družb v vzorcu, lastni izračuni.

Gibanje povprečnih bruto in neto prejemkov predsednikov uprav v obdobju 2007–2012 je v proučevanem obdobju nihalo. Najvišje prejemke so predsedniki uprav dobili v letu 2008, najnižje pa v letu 2010. Od leta 2010 so kljub finančni situaciji, v kateri se je znašlo slovensko gospodarstvo, prejemki predsednikov uprav nekoliko povečali, vendar se še vedno niso vrnili na raven leta 2008.

Slika 6: Gibanje povprečnih bruto prejemkov predsednikov uprav po posameznih vrstah po letih v obdobju 2010–2012



Opomba: primerjava z obdobjem 2007–2008 zaradi majhnega števila družb z razkritji posameznih vrst prejemkov predsednikov uprav ni relevantna.

Vir: Letna poročila družb v vzorcu, lastni izračuni.

Fiksni prejemki predsednikov uprav so v letu 2010 znašali v povprečju 137.634 eur in so predstavljali 83 odstotkov celotnih prejemkov predsednikov uprav. V letu 2011 so se fiksni prejemki predsednikov uprav v povprečju nekoliko povečali in so znašali 145.367 EUR in so predstavljali le 77 odstotkov celotnih prejemkov predsednikov uprav. V letu 2012 se je absolutna vrednost fiksnih prejemkov predsednikov uprav še nekoliko povečala, saj so ti znašali v povprečju 146.300 eur in so predstavljali 78 odstotkov vseh prejemkov predsednikov uprav.

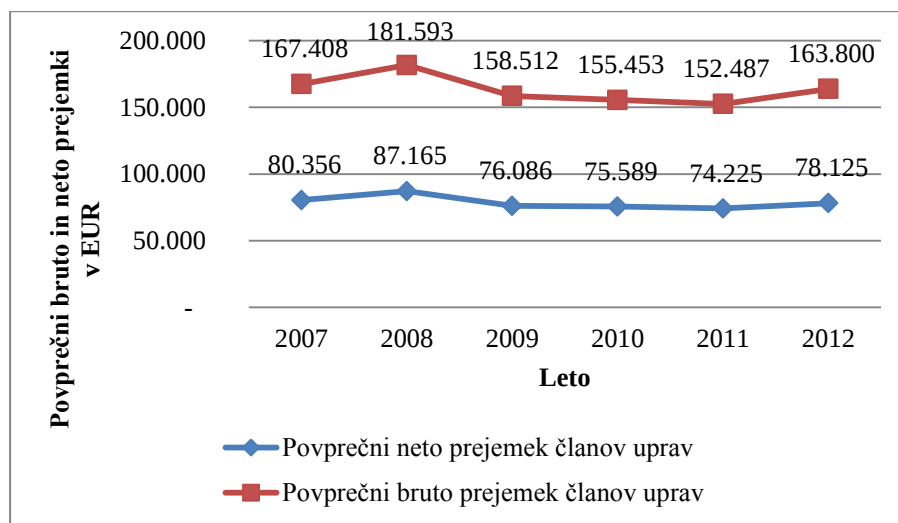
Variabilni prejemki predsednikov uprav so v letu 2010 v povprečju znašali 18.829 EUR. V letu 2011 so se variabilni prejemki predsednikov uprav zvišali in znašali v povprečju 21.654 EUR. V letu 2012 so se variabilni prejemki uprave še bolj občutno zvišali in znašali v povprečju 25.404 EUR. Medtem ko so deleži variabilne plače v letih 2010 in 2011 znašali okoli 11 odstotkov celotnih prejemkov, se je ta delež v letu 2012 povečal na 14 odstotkov celotnih prejemkov predsednikov uprav.

Drugi prejemki predsednikov uprav so v letu 2010 znašali v povprečju 9.507 EUR, v letu 2011 so se zvišali na 22.216 EUR, in v letu 2012 znižali na 15.007 EUR. Drugi prejemki v so v letu 2010 predstavljali sicer 6 odstotkov vseh prejemkov predsednikov uprav, v letu 2011 12 odstotkov vseh prejemkov, v letu 2012 pa 8 odstotkov vseh prejemkov predsednikov uprav.

5.5.2 Povprečni letni bruto prejemki posameznega člana uprave

Povprečni letni bruto prejemki posameznega člana uprave predstavljajo seštevek letnih bruto prejemkov uprave posamezne družbe deljeno s številom vseh članov uprave brez predsednika uprave. Bruto prejemki niso znesek, ki bi ga oseba dejansko prejela, ampak pomenijo strošek upravljanja in vodenja, ki bremeni družbo.

Slika 7: Gibanje povprečnih bruto in neto prejemkov članov uprav v obdobju 2007–2012 v EUR



Vir: Letna poročila družb v vzorcu, lastni izračuni.

Povprečni bruto prejemki na člana uprave so v letu 2007 znašali 167.408 EUR, v letu 2008 181.593 EUR in v letu 2009 158.512 EUR. V letu 2008 so se tako povprečni bruto prejemki povečali za 8,5 odstotka, v letu 2009 pa so se glede na prejšnje leto zmanjšali za 12,7 odstotkov. Najnižji povprečni bruto prejemki članov uprav v proučevanem obdobju so bili v letu 2011, ko so znašali 152.487 EUR. V letu 2012 so se povprečni bruto prejemki članov uprav nekoliko zvišali in so znašali 163.800 EUR, vendar pa se še niso vrnili na razen pred finančni krizo leta 2007.

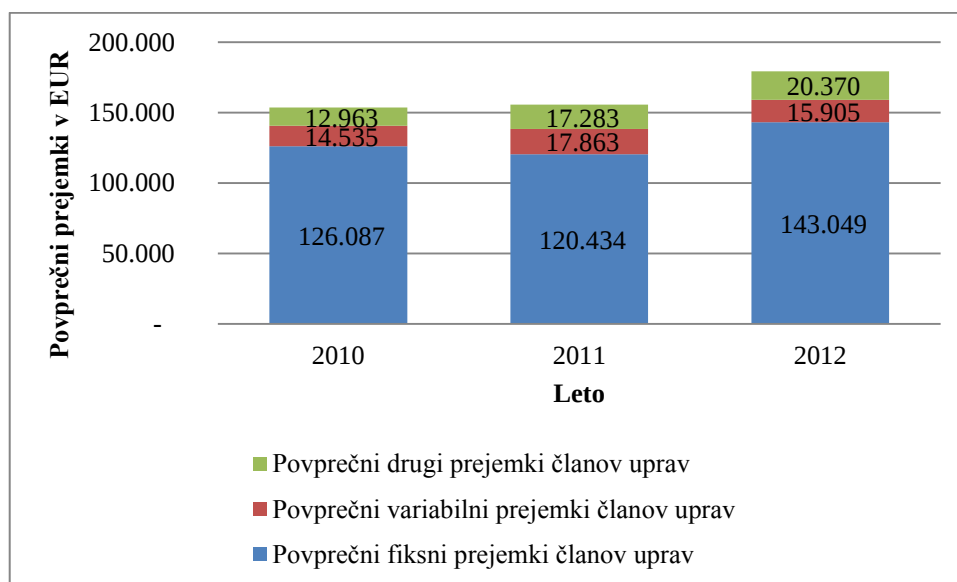
Tabela 6: Povprečni bruto prejemki članov uprav po posameznih vrstah v obdobju 2010–2012 v EUR

	Povprečni bruto	Povprečni fiksni prejemki članov	Povprečni variabilni	Povprečni drugi prejemki
2010	155.453	126.087	14.535	12.963
2011	152.487	120.434	17.863	17.283
2012	163.800	143.049	15.905	20.370

Opomba: povprečni bruto prejemki niso seštevek povprečij posameznih vrst teh prejemkov, saj vse družbe v vzorcu tega podatka niso razkrivale. Primerjava z obdobjem 2007 – 2009 zaradi manjšega števila družb z razkritji posameznih vrst prejemkov članov uprav ni relevantna.

Vir: Letna poročila družb, lastni izračuni.

Slika 8: Sestava povprečnih skupnih bruto prejemkov članov uprav v obdobju 2010–2012 po posameznih vrstah v EUR



Vir: Letna poročila družb v vzorcu, lastni izračuni.

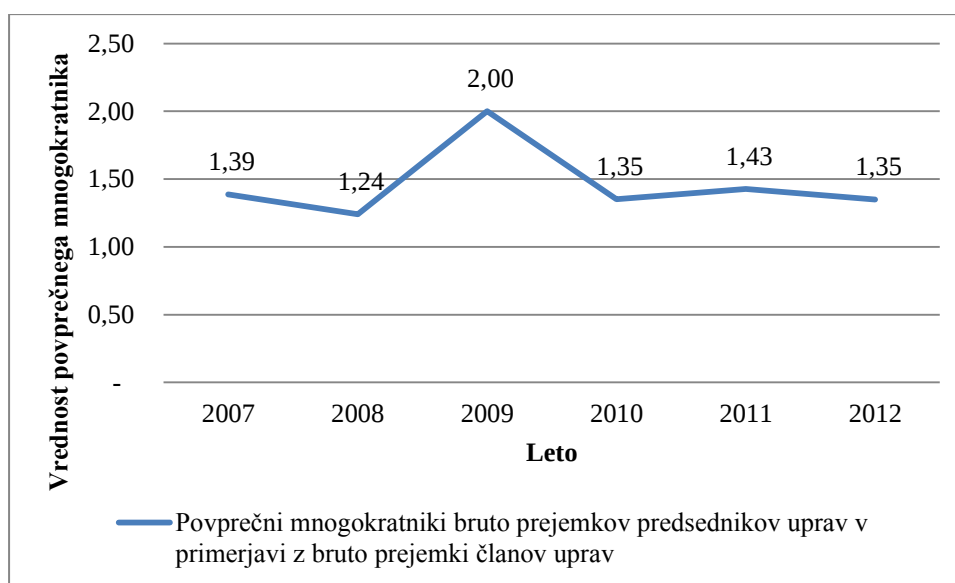
Za leti 2007 in 2008 ni smiselno ocenjevati deleža variabilnih prejemkov v bruto plači, ker ne moremo dobiti reprezentativne ocene, saj se podatek o variabilni plači nanaša na manj kot polovico podjetij. V letu 2009 pa je ta delež znašal le 4,5 odstotka.

V letu 2010 je delež povprečnih variabilnih prejemkov na člana uprave znašal 14.535 EUR, v letu 2011 je bil povprečni variabilni prejemek članov uprav nekoliko višji glede na leto 2010 in je znašal 17.863 EUR. V letu 2012 je znašal znesek povprečnih variabilnih prejemkov na člana uprave 15.905 EUR.

V letu 2010 je deleža variabilnih prejemkov v povprečnih bruto prejemkih člana uprave znašal 8,44, v letu 2011 11,11 in v letu 2012 11,36. Nizek delež variabilnih prejemkov v bruto prejemkih je odraz rezultatov poslovanja v kriznih razmerah, vendar pa se je variabilni delež prejemkov članov uprav skozi tri preučevana obdobja povečal v primerjavi s celotnimi prejemki članov uprav.

5.5.3 Povprečni letni bruto prejemki predsednikov uprav v primerjavi s prejemki članov uprav

Slika 9: Gibanje povprečnega mnogokratnika bruto prejemkov predsednikov uprav v primerjavi z bruto prejemkov članov uprav v obdobju 2007–2012



Opombe:

- $N_{2007}=16$, $N_{2008}=23$, $N_{2009}=21$, $N_{2010}=20$, $N_{2011}=22$, $N_{2012}=22$
- Ker je v sicer majhnem vzorcu podjetij, ki so posamična razkritja poročala v letu 2009, imelo eno podjetje ekstremno vrednost (13-kratnik), je bolj reprezentativen podatek o mediani, ki kaže, da je bilo razmerje 1,26.
- Mnogokratniki so izračunani za podjetja, ki imajo dvo ali več člansko upravo.

Vir: Letna poročila družb v vzorcu, lastni izračuni.

V vseh podjetjih, kjer je število članov uprave več kot eden, so v letu 2007 bruto prejemki predsednika uprave v povprečju za 38,6 odstotkov presegali bruto prejemke članov uprave (takih podjetij, ki so hkrati poročala o obeh podatkih je bilo 16 med vsemi 61). V letu 2008 so bruto prejemki predsednika uprave presegali bruto prejemke članov uprave v povprečju za 24 odstotkov (takih podjetij, ki so poročala o obeh podatkih in so imela več kot enega člana uprave, je bilo 16). V letu 2009 pa je imelo 23 podjetij več kot enega člana uprave, za katere je smiselno računati to razmerje. Povprečno je predsednik uprave zaslužil dvakrat več od članov uprave, ker pa je v tem majhnem vzorcu eno podjetje imelo ekstremno vrednost (13-kratnik), je bolj reprezentativen podatek o mediani, ki kaže, da je bilo razmerje v polovici podjetij manjše od 1,26 kratnika (to pomeni, da je predsednik uprave zaslužil 26 odstotkov več).

V letu 2010 se je razmerje med prejemki predsednika uprave vrnilo na približno enako raven kot leta 2007 (takih, podjetij, ki so poročala je bilo 20 med 42 v vzorcu). Takšno razmerje med povprečnimi bruto prejemki predsednikov uprav v primerjavi s člani uprav je bilo tudi leta 2012 (poročalo je 22 družb izmed 42 v vzorcu).

5.5.4 Povprečni letni bruto prejemki članov uprav v primerjavi s povprečnimi bruto plačami zaposlenih

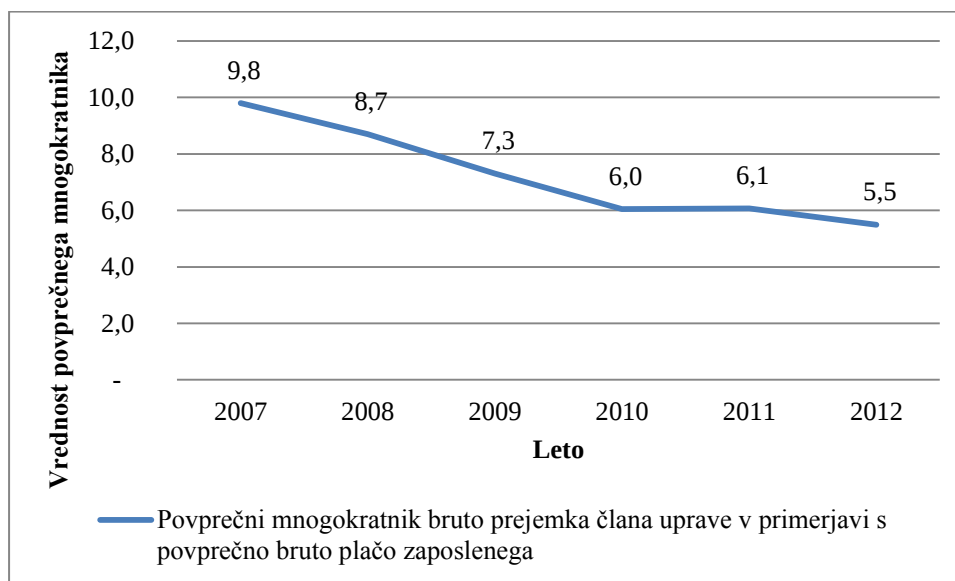
Tabela 7: Povprečni letni bruto prejemki člana uprave in povprečna bruto plača zaposlenega v obdobju 2007–2012

Leto	Povprečni bruto prejemek člana uprave	Povprečna bruto plača na zaposlenega	Povprečni mnogokratnik bruto prejemka člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo
2007	167.408	21.112	9,8
2008	181.593	21.920	8,7
2009	158.512	22.059	7,3
2010	150.230	24.852	6,0
2011	158.039	26.030	6,1
2012	157.060	28.602	5,5

Opomba: Povprečni prejemki članov uprav so izračunani na podlagi prejemkov vseh članov uprav, vključno s predsedniki. Povprečni mnogokratnik predstavlja povprečje povprečnih mnogokratnikov, ki so izračunani za vsako posamezno družbo posebej.

Vir: Letna poročila družb v vzorcu, lastni izračuni.

Slika 10: Gibanje mnogokratnika povprečnega bruto prejema člana uprave v primerjavi s povprečno bruto plačo zaposlenega v obdobju 2007–2012



Opomba: Povprečni prejemki članov uprav so izračunani na podlagi prejemkov vseh članov uprav, vključno s predsedniki. Povprečni mnogokratnik predstavlja povprečje povprečnih mnogokratnikov, ki so izračunani za vsako posamezno družbo posebej.

Vir: Letna poročila družb v vzorcu, lastni izračuni.

V letu 2007 je povprečna letna plača na zaposlenega v družbah, ki so vključene v raziskavo, znašala 21.112 EUR. Kot izhaja iz opisnih spremenljivk je bilo v letu 2007 v povprečju v javni delniški družbi zaposlenih 1.610 delavcev. Povprečno razmerje med bruto prejemki na člana uprave in povprečno plačo pa je skoraj desetkratnik povprečne plače na zaposlenega (oz. 9,8-kratnik). V letu 2008 je povprečna letna plača na zaposlenega v družbah znašala 21.920 EUR, zaposlenih pa je bilo v povprečju 1.708 delavcev. V letu 2008 se je razmerje med povprečno plačo zaposlenih v družbah in prejemki člana uprave malce znižalo v primerjavi z letom 2007 in je znašalo 8,7-kratnik povprečne plače v podjetju.

V letu 2009 je povprečna plača znašala 22.059 EUR na zaposlenega, v povprečju so družbe zaposlovale 1.774 delavcev, mnogokratnik med povprečno plačo člana uprave in zaposlenim pa se je zmanjšal na 7,3-kratnik na bruto osnovi. V letu 2010 je povprečna letna plača na zaposlenega v družbah, ki so vključene v raziskavo, znašala 24.852 EUR, v povprečju so družbe zaposlovale 1.868 delavcev. Mnogokratnik med povprečno plačo člana uprave in zaposlenimi se je glede na preteklo leto še nekoliko zmanjšal in je znašal 6,0 na bruto osnovi.

V letu 2011 je povprečna letna plača na zaposlenega v družbah znašala 26.030 EUR, zaposlenih pa je bilo v povprečju 1.946 delavcev. V letu 2011 se je razmerje med povprečno plačo zaposlenih v družbah in prejemki člana uprave malce zvišalo v

primerjavi z letom 2010 in je znašalo 6,1-kratnik povprečne plače v podjetju. V letu 2012 je povprečna plača znašala 28.602 EUR na zaposlenega, v povprečju so družbe zaposlovale 2.052 delavcev, mnogokratnik med povprečno plačo člana uprave in zaposlenim pa se je zmanjšal na 5,5-kratnik na bruto osnovi.

5.6 Regresijska analiza prejemkov uprav

5.6.1 Opis spremenljivk

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

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

5.6.1.1 Velikost družbe

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

5.6.1.2 Uspešnost družbe

Kot že omenjeno, preverjanje napačnih kriterijev uspešnosti lahko zmanjša občutljivost mehanizmov kriterijev. Zato sem uporabila najbolj sumarne in najbolj splošne kriterije uspešnosti.

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

ROE je merilo uspešnosti, izračunano kot razmerje med čistim dobičkom in kapitalom. Dobičkonosnost kapitala je s stališča lastnikov najpomembnejši in eden najpogostejši

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

Obračanje sredstev (obratsred) je merilo uspešnosti, ki ga izračunamo kot razmerje med prihodki in celotnimi sredstvi.

Za merilo marže je vzet kazalnik profitna marža (Profmara), ki prikazuje razmerje med dobičkom in poslovnimi prihodki.

Donos na delnico (donosdel) predstavlja relativno mero, ki predstavlja razliko med vrednostjo delnice na trgu vrednostnih papirjev v začetku proučevanega leta in vrednost delnice na zadnji dan proučevanega leta v primerjavi z vrednostjo v začetku proučevanega leta oziroma za koliko relativno se je vrednost delnice v proučevanem letu povečala oziroma zmanjšala.

$$donosdel = \frac{W_2 - W_1}{W_1} \quad (2)$$

W_1 = vrednost delnice družbe na dan 1.1. oziroma prvi trgovalni dan v letu

W_2 = vrednost delnice družbe na dan 31.12. oziroma zadnji trgovalni dan v letu

5.6.1.3 Koncentracija lastništva

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

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

Herfindahlov indeks izračunamo po naslednji formuli:

$$H = \sum_{i=1}^n s_i^2, \quad (3)$$

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

Herfindahlov indeks je v regresijskem modelu uporabljen za 3 in 5 največjih lastnikov.

Glede na velik delež lastništva države v javnih delniških družbah v vzorcu, sem kot dodatno spremenljivko lastništva države (država) tudi spremenljivko lastništvo države, ki je dihotomna spremenljivka, kjer 1 predstavlja 50 odstotkov ali večje lastništvo države, 0 pa delež manj kot 50 odstotkov.

5.6.1.4 Menjava uprave

Menjava uprave (menjavaUpr) v model vstopa kot dihotomna spremenljivka z vrednostjo 1, če je v proučevanem letu pri proučevani družbi prišlo do spremembe uprave, in 0, v kolikor do spremembe uprave ni prišlo.

5.6.2 Opis uporabljenih metod

Kadar je naključna spremenljivka Y odvisna od več kot ene pojasnjevalne spremenljivke X , takrat govorimo o multipli regresiji. Pri tej obliki regresije uporabljamo večdimenzionalni model v obliki linearne funkcije. Imejmo podanih n vzorčnih podatkov ter k neodvisnih spremenljivk $X_1, X_2, \dots, X_k$. Tedaj je model oblike

$$Y = b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + \dots + b_k X_k + E \quad (4)$$

Oziroma :

$$Y = b_0 + b_1 x_{i1} + b_2 x_{i2} + \dots + b_k x_{ik} + e_i \quad (i=1, \dots, n; n > k) \quad (5)$$

Kjer je e_i napaka modela in normalno porazdeljena naključna spremenljivka z matematičnim upanjem $E(e_i)=0$ in varianco $v(e_i)=0$.

Koeficienti $b_0, b_1, b_2, \dots, b_k$ so regresijski koeficienti, za katere določimo ocene iz danih vzorčnih podatkov tako, da bo napaka modela najmanjša.

Ocena regresijskih koeficientov

Pri multipli regresiji testiramo regresijske parametre s pomočjo F-statistike in s pomočjo T-statistike. Vrednost F-statistike razberemo iz tabele ANOVA in se izračuna kot:

$$F = PKM / PKN$$

(6)

Vrednost T-statistike pri večkratni regresiji izračunamo:

$$T = \frac{(\hat{b}_i - b_i)}{S_e \cdot \sqrt{|c_{ii}|}} = \frac{(\hat{b}_i - b_i)}{S_e \cdot \sqrt{\frac{n|c_{ii}|}{n-k-1}}} \quad \text{za } i = 0, 1, 2, \dots, k.$$

(7)

Za potrebe naše analize smo uporabili programski paket Stata, ki ponuja vrsto možnosti regresijskih analiz. Pri analizi podatkov smo uporabili robustne standardne napake, ocenjene na podlagi skupin (*angl. Robust Cluster Analysis*). Le-ta se je v programskem paketu Stata določena s funkcijo `regress vce(cluster clustervar)`. Za metoda določa, da standardne napake omogočajo za korelacije znotraj skupine, izpustiti običajne zahteve, da so ugotovitve neodvisne. To pomeni, da so ugotovitve neodvisne med skupinami (grozdi), vendar ni nujno, da znotraj skupin. Clustervar določa, v katero skupina posamezna opazovana enota spada. Vce (*cluster*) prav tako vpliva na standardne napake in na variančno – kovariančno matriko, ne pa tudi na ocenjene koeficiente (Baum, 2006).

Kot posamezna skupina je bila v analizi opredeljena družba (spremenljivka, ki je to določala, je bila matična številka posamezne družbe). Časovna spremenljivka, ki je bila opredeljena z spremenljivko leto.

5.6.3 Rezultati regresijske analize

Na podlagi baze sem naredila dve regresijski analizi za dve različni obdobji, in sicer za obdobje 2007–2012 in daljše časovno obdobje 2002–2012. Zaradi omejenih zbranih podatkov iz mojega diplomskega dela za obdobje 2002–2006 (Novak, 2008), v regresijski analizi nisem mogla uporabiti spremenljivk donosa na delnico in lastništva države. Rezultate regresij podajam v nadaljevanju.

Naredila sem korelacijsko analizo med posameznimi spremenljivkami, ki je v skladu z samo vsebino, pokazala močne korelacije med posameznimi spremenljivkami. Ti rezultati so prikazani v tabeli 8 in tabeli 10.

Glede na hipoteze sem v modelih preverila veljavnost hipotez z različnimi alteracijami neodvisnih spremenljivk, saj zaradi multikolinearnosti spremenljivk nisem mogla uporabiti vseh hkrati v modelu. Rezultati posameznih modelov so predstavljeni v tabeli 9 in 11.

5.6.3.1 Rezultati regresijske analize za obdobje 2007–2012

Po pričakovanjih so vse ocene regresijskih koeficientov, ki predstavljajo vpliv velikosti podjetja na višino managerskih prejemkov, pozitivne in večinoma statistično značilne,

kar pomeni, da dejavniki velikosti podjetja vplivajo na višino managerskih prejemkov. Povečanje sredstev za 1 odstotek bo povzročilo povečanje managerskih prejemkov v povprečju za več kot 0, 24 odstotka, povečanje prihodkov za 1 odstotek bo v povprečju vplivalo na povečanje managerskih prejemkov za okoli 0,23 odstotka in povečanje zaposlenih za 1 odstotek bo v povprečju povečalo managerske prejemke za okoli 0,21 odstotka.

Pomemben dejavnik pri nagrajevanju managerjev v slovenskih borznih podjetjih je po rezultatih analize sodeč tudi uspešnost podjetja. Ocene regresijskih koeficientov, ki predstavljajo vpliv ROE in ROA na višino managerskih prejemkov, so negativne in statistično značilne. To je posledica močne povezave med uspešnostjo in višino managerskih prejemkov, saj naj bi bila uspešnost tipičen dejavnik v strukturi prejemkov managerjev v Sloveniji. Vendar pa rezultati kažejo predvsem negativno povezavo med uspešnostjo družb in prejemki managerjev, kar je nasprotno, kar trdi teorija. Kot že omenjeno, so se prejemki managerjev v proučevanem obdobju povišali, kljub temu, da je uspešnost podjetij padla in da je veliko družb v proučevanem obdobju imelo izgubo. Povečanja prejemkov managerjev je najverjetneje posledica, številnih menjav v družbah, saj so bile managerjem izplačane odpravnine, ki dejansko povečujejo prejemke managerjev. Analiza je pokazala, da je uspešnost statistično značilna kot vpliv na višino prejemkov managerjev s spremenljivkami ROA in ROE, medtem ko je bila spremenljivka obračanje sredstev statistično značilna samo v dveh primerih modelov, profitna marža pa kot spremenljivka uspešnosti ni bila značilna niti v enem modelu, torej ne predstavlja pomembnega dejavnika pri določanju višine prejemkov.

Presenetljivo tudi donosnost na delnico ni značilen dejavnik, ki vpliva na višino prejemkov managerjev, kar pomeni, da povečanje ali zmanjšanje tržne vrednosti delnice oziroma vrednosti naložbe za delničarja (sprememba vrednosti njegovega premoženja) značilno ne vpliva na višine prejemkov managerjev. Sklepamo lahko, da donosnost delnice ni eno izmed meril uspešnosti, ki ga imajo managerji v pogodbah.

Analiza je zavrnila tudi hipotezo, ki se je nanašala na lastništvo podjetja. Na vzorcu borznih podjetij ugotavljam, da večja koncentracija lastništva (merjena z deleži prvih treh lastnikov oz. tako imenovanim Herfindahlovim indeksom) ne vpliva značilno na prejemke uprav. To pa pomeni, da tudi med bolj koncentriranimi lastniki ni prišla do izraza njihova večja pogajalska moč, ki bi se odražala v manjših prejemkih managerjev ali večji občutljivosti na uspešnost.

Tabela 8: Korelacije med posameznimi spremenljivkami za obdobje 2007–2012

	Bruto prejemek	Sredstva	Zaposleni	Poslovni prihodki	ROA	ROE	Obračanje sredstev	Profitna marža	Herfindahl 3	Herfindahl 5	Donosnost delnic	Menjava uprave
Bruto prejemek	1											
Sredstva	0,7814	1										
Zaposleni	0,7849	0,8299	1									
Poslovni prihodki	0,8074	0,8527	0,9126	1								
ROA	-0,0155	0,1423	-0,0166	-0,0393	1							
ROE	-0,1616	-0,139	-0,1566	-0,1720	0,0270	1						
Obračanje sredstev	0,0529	-0,2312	0,0362	0,0954	-0,6276	-0,0252	1					
Profitna marža	0,1395	0,1124	0,1357	0,1535	0,2500	-0,0098	-0,1230	1				
Herfindahl 3	-0,3018	-0,2369	-0,2654	-0,2723	0,0317	-0,0256	-0,0522	0,1679	1			
Herfindahl 5	-0,3004	-0,2398	-0,2662	-0,2732	0,0312	-0,0228	-0,0515	0,1658	0,9983	1		
Donosnost delnic	-0,1180	-0,1086	-0,0660	-0,0961	0,0959	0,0280	-0,0714	0,2037	0,1004	0,0994	1	
Menjava uprave	0,1154	0,1383	0,1442	0,1553	-0,0533	-0,0284	0,0699	-0,0435	0,0782	0,0762	0,0218	1

Vir: Letna poročila družb v vzorcu, lastni izračun.

Tabela 9: Rezultati regresijske analize preverjanja odvisnosti prejemkov članov uprav od velikosti podjetja, uspešnosti, lastništva in menjav uprave za obdobje 2007–2012

Model	Velikost			Uspešnost					Lastništvo			Menjave	Konstanta
	Sredstva	Zaposleni	Poslovni prihodki	ROA	ROE	Obračanje sredstev	Profitna marža	Donos na delnico	Herfindahlov indeks koncentracije (treh največjih lastnikov)	Herfindahlov indeks koncentracije (petih največjih lastnikov)	Lastništvo države	Menjava uprave	
1	0,239***			-0,040***			0,660	-0,039	-0,308		-0,277	-0,600	7,514
2		0,219***		-0,006*			0,540	-0,070	-0,316		0,107	-0,061	10,507
3			0,229***	0,000			0,423	-0,043	-0,224		0,054	-0,087	7,744
4	0,221***				-0,048***		0,560	-0,044	-0,357		-0,214	-0,049	7,853
5		0,206***			-0,050***		0,533	-0,068	-0,357		0,145	-0,061	10,596
6			0,218***		-0,419***		0,437	-0,041	-0,263		0,089	-0,087	7,944
7	0,251***					0,020***	0,594	-0,031	-0,248		-0,272	-0,082	7,256
8		0,219***				0,002	0,528	-0,070	-0,313		0,111	-0,061	10,504
9			0,230***			-0,003	0,411	-0,044	-0,224		0,038	-0,085	7,720
10	0,239***			-0,040***			0,658	-0,039		-0,305	-0,278	-0,061	7,513
11		0,219***		-0,006			0,539	-0,070		-0,317	0,106	-0,061	10,508
12			0,229***	0,000			0,422	-0,043		-0,224	0,053	-0,088	7,744
13	0,221***				-0,047***		0,558	-0,044		-0,353	-0,216	-0,050	7,850
14		0,206***			-0,050***		0,531	-0,068		-0,357	0,143	-0,061	10,597
15			0,218***		-0,042***		0,436	-0,041		-0,262	0,088	-0,088	7,942
16	0,251***					0,020***	0,592	-0,032		-0,244	-0,273	-0,082	7,254
17		0,219***				0,002	0,527	-0,070		-0,314	0,110	-0,062	10,506
18			0,230***			-0,003	0,410	-0,044		-0,224	0,038	-0,085	7,720

Opomba: *, ** in *** pomenijo statistično značilne koeficiente pri 0,05; 0,01 in 0,001 stopnji značilnosti. Vsi modeli so statistično značilni.

5.6.3.2 Rezultati regresijske analize za obdobje 2002–2012

Povprečni prejemki na člana uprave so bili v vseh modelih najmočnejše odvisni od velikosti podjetja, izraženi z sredstvi, prihodki in številom zaposlenih. Večje, kot je podjetje, večji so bruto prejemki člana uprave. Deloma se da velikost prejemkov člana uprave pojasni z večjo kompleksnostjo poslovanja, ki ga člani uprave morajo obvladovati.

Pomemben dejavnik pri nagrajevanju managerjev v slovenskih borznih podjetjih je po rezultatih analize sodeč tudi uspešnost podjetja. V obdobju 2002–2012 sta višino prejemkov kot kazalnika uspešnosti pojasnjevala samo kazalnika ROA in obračanje sredstev, ki sta statistično značilni. Medtem ko je kazalnik obračanje sredstev pozitivno povezan z višino prejemkov člana uprave, pa je ROA (kot v obdobju 2007–2012) negativno povezan z višino prejemkov člana uprave, kar je nasprotno, ko je bilo za pričakovati. Razlog je najverjetneje enak kot že omenjeno v prejšnjem podpoglavju. Nekoliko presenetljivo je, da ROE ne predstavlja statistično značilnega dejavnika, ki vpliva na višino prejemkov člana uprave.

Pozitivna in močna povezava je tudi med prejemki managerjev in profitno maržo. Povečanje profitne marže za 1 odstotek povzroča povečanje managerskih prejemkov v povprečju za nekaj več kot 0,23 odstotka.

V nasprotju z analizo za obdobje 2007–2012 pa v daljšem obdobju 2002–2012 menjava uprave pojasnjuje višino prejemkov managerjev. Povezava med prejemki člana uprave in menjavo uprave so namreč pozitivni in statistično značilni, kar potrjuje domnevo, da so prejemki članov uprav v družbah, kjer je prišlo do menjave, v povprečju višji kot v družbah, kjer do menjave ni prišlo. Kot razlog lahko seveda navedemo, da je to posledica odpravnin, ki jih dobijo managerji ob prenehanju mandata. Kot že omenjeno v poglavju o opisnih spremenljivkah vzorca, je v zadnjih nekaj letih v Sloveniji prišlo do večjega števila menjav uprav v javnih delniških družbah, ki so bile posledica predvsem slabših poslovnih rezultatov teh družb.

Analiza je zavrnila tudi hipotezo, ki se je nanašala na lastništvo podjetja. Razlogi so najverjetneje enaki kot v obdobju 2007–2012, kar pomeni, da v Sloveniji v družbah z večjo koncentracijo lastništva, lastnikova pogajalska moč, ki bi se odražala v manjših prejemkih managerjev ali večji občutljivosti na uspešnost, ne prihaja do izraza.

Tabela 10: Korelacije med posameznimi spremenljivkami za obdobje 2002–2012

	Bruto prejemek	Sredstva	Zaposleni	Poslovni prihodki	ROA	ROE	Obračanje sredstev	Profitna marža	Herfindahl 3	Herfindahl 5	Menjava uprave
Bruto prejemek	1										
Sredstva	0,7064	1									
Zaposleni	0,1711	0,1671	1								
Poslovni prihodki	0,6814	0,9440	0,2137	1							
ROA	-0,0350	-0,0078	-0,0050	-0,0648	1						
ROE	0,0021	-0,4660	0,0068	-0,0362	0,0829	1					
Obračanje sredstev	0,0536	0,0048	0,0218	0,0776	-0,4242	-0,0146	1				
Profitna marža	0,0070	-0,1031	-0,0940	-0,1889	0,0563	0,0864	-0,0108	1			
Herfindahl 3	0,0663	0,1237	-0,1679	0,1115	0,0112	-0,0084	-0,0168	0,0004	1		
Herfindahl 5	0,0615	0,1177	-0,1694	0,1070	0,0110	-0,0079	-0,0170	-0,0003	0,9986	1	
Menjava uprave	0,1010	0,1590	0,0789	0,1623	-0,0526	-0,0091	0,0268	-0,0067	0,1063	0,1035	1

Vir: Letna poročila družb v vzorcu, lastni izračuni.

Tabela 11: Rezultati regresijske analize preverjanja odvisnosti prejemkov članov uprav od velikosti podjetja, uspešnosti, lastništva in menjav uprave za obdobje 2002–2012

	velikost			uspešnost				koncentracija lastništva			
Modeli	sredstva	zaposleni	poslovni prihodki	ROA	ROE	obračanje sredstev	profitna marža	herfindal 3	herfindal 5	menjava uprave	konstanta
1	0,213***			- 0,282***			0,144	- 0,142		- 0,036	7,860
2		0,112**		- 0,267***			0,048	0,637		0,244	10,172
3			0,204***	0,002			0,243*	- 0,079		- 0,036	8,101
4	0,213***				0,079		0,134	- 0,151		- 0,033	7,863
5		0,109*			0,000		0,042	0,622		0,248*	10,197
6			0,204***		0,043		0,239*	- 0,082		- 0,039	8,108
7	0,213***					0,067***	0,142	- 0,139		- 0,035	7,857
8		0,111**				0,064***	0,045	0,638		0,250*	10,172
9			0,204***			0,001	0,243*	- 0,079		- 0,037	8,101
10	0,213***			- 0,028***			0,144		- 0,148	- 0,036	7,863
11		0,112**		- 0,027***			0,048		0,612	0,246**	10,174
12			0,204***	0,002			0,243*		- 0,092	- 0,036	8,103
13	0,213***				0,079		0,134		- 0,016	- 0,033	7,866
14		0,109*			0,000		0,042		0,598	0,250*	10,199
15			0,204***		0,043		0,239*		- 0,095	- 0,039	8,110
16	0,213***					0,067***	0,142		- 0,145	- 0,035	7,859
17		0,111**				0,064***	0,045		0,614	0,025*	10,173
18			0,204***			0,000	0,243*		- 0,091	- 0,036	8,104

Opomba: vsi modeli so značilni. *, ** in *** pomenijo statistično značilne koeficiente pri 0,05, 0,01 in 0,001 stopnji značilnosti.

SKLEP

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

V Sloveniji imamo tri različne akte stanovskih združenj, ki se nanašajo na nagrajevanje managerjev: Kodeks upravljanja javnih delniških družb, Priporočila za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev, ki ga je izdalo Združenje članov nadzornih svetov, in Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah. V preučevanem obdobju so bila ta priporočila v pomoč nadzornemu svetu pri sestavljanju uspešnih managerskih pogodb in so vplivala na dejansko višino plač. V zadnjih letih je zaradi finančne krize tudi država posegla na področje plač z regulacijo prejemkov managerjev v družbah v državni lasti. Z ZPPOGD ostajajo plače uprav v podjetjih v državni lasti bistveno omejene.

Zaradi slabših poslovnih rezultatov podjetij, ki so posledica finančne krize, je v zadnjem obdobju možno zaslediti tudi večje število menjav. Kljub visoki regulaciji plač, pa so se povprečni prejemki na člana uprave v obdobju 2007–2012 po padcu v letu 2009, začeli povečevati.

V drugem delu diplomske naloge sem se lotila analize slovenskih podjetij. S pomočjo opisnih spremenljivk sem analizirala skupne prejemke managerjev. V strukturi prejemkov uprav v obdobju 2010–2012 je delež fiksnih prejemkov plač znašal okrog 80%, vse manjša pa je povezanost njihovih prejemkov z uspešnostjo družbe. V družbah v vzorcu se je v opazovanem obdobju razmerje med bruto prejemki uprav in povprečno plačo zaposlenega zmanjšalo, tako da je v letu 2012 ta mnogokratnik znašal le še 5,5 kratnik.

V nadaljevanju sem s pomočjo ekonometrične analize, točneje z robustnimi standardnimi napakami, ocenjenimi na podlagi skupin, analizirala dejavnike, ki vplivajo na skupne prejemke managerjev v slovenskih podjetjih, ki kotirajo na Ljubljanski borzi za dve različni obdobji. V krajši časovni analizi podatkov za obdobje 2007–2012 so po pričakovanjih vse ocene regresijskih koeficientov, ki predstavljajo vpliv velikosti podjetja na višino managerskih prejemkov, pozitivne in večinoma statistično značilne, kar pomeni, da dejavniki velikosti podjetja vplivajo na višino managerskih prejemkov. Pomemben dejavnik pri nagrajevanju managerjev v slovenskih borznih podjetjih je po rezultatih analize sodeč tudi uspešnost podjetja. Ocene regresijskih koeficientov, ki

predstavljajo vpliv ROE in ROA na višino managerskih prejemkov, so statistično značilne. Vendar pa rezultati kažejo predvsem negativno povezavo med uspešnostjo družb in prejemki managerjev, kar je nasprotno, kar trdi teorija.

Analiza je zavrnila tudi hipotezo, ki se je nanašala na lastništvo podjetja. Na vzorcu borznih podjetij ugotavljam, da večja koncentracija lastništva (merjena z deleži prvih treh lastnikov oz. tako imenovanim Herfindahlovim indeksom) ne vpliva značilno na prejemke uprav. To pa pomeni, da tudi med bolj koncentriranimi lastniki ni prišla do izraza njihova večja pogajalska moč, ki bi se odražala v manjših prejemkih managerjev ali večji občutljivosti na uspešnost.

V daljši časovni analizi za obdobje 2002–2012 so bili povprečni prejemki na člana uprave v vseh modelih najmočnejše odvisni od velikosti podjetja, izraženi z sredstvi, prihodki in številom zaposlenih. Pomemben dejavnik pri nagrajevanju managerjev v slovenskih borznih podjetjih je po rezultatih analize sodeč tudi uspešnost podjetja. V obdobju 2002–2012 sta višino prejemkov kot kazalnika uspešnosti pojasnjevala samo kazalnika ROA in obračanje sredstev, ki sta statistično značilni. Nekoliko presenetljivo je, da ROE ne predstavlja statistično značilnega dejavnika, ki vpliva na višino prejemkov člana uprave.

Pozitivna in močna povezava je tudi med prejemki managerjev in profitno maržo. V nasprotju z analizo za obdobje 2007–2012 pa v obdobju 2002–2012 menjava uprave pojasnjuje višino prejemkov managerjev. Povezava med prejemki člana uprave in menjavo uprave so namreč pozitivni in statistično značilni, kar potrjuje domnevo, da so prejemki članov uprav v družbah, kjer je prišlo do menjave, v povprečju višji kot v družbah, kjer do menjave ni prišlo.

Tako kot v krajšem časovnem obdobju, lahko zavrnemo tudi hipotezo, ki se je nanašala na lastništvo družb. Razlogi so najverjetneje enaki kot v obdobju 2007–2012.

LITERATURA IN VIRI

1. Adams, S. M., Gupta, A., Haughton, D. M., & Leeth, J. D. (2007). Gender differences in CEO compensation: Evidence from the U.S. *Women in Management Review*, 22(3), 208-224.
2. Alcouffe, A., & Alcouffe, C. (2000). Executive Compensation-setting Practices in France. *Long Range Planning*, 33(4), 527-543.
3. Andreas, J. M., Rapp, M. S., & Wolff, M. (2012). Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data. *Review of managerial science*, 6(1), 33-79.
4. Ang, J. S., & Constand, R. L. (1997). Compensation and performance: the case of Japanese managers and directors. *Journal of Multinational Financial Management*, 7(4), 275-304.
5. Auerbach, P. R., & Siegfried, J. J. (1974). Executive compensation and corporation control. *Nebraska Journal of Economics and Business*, 13, 3-16.
6. Bajuk, J., Kostrevc, D., & Podbevšek, G. (2003). *Kodeksi vladanja podjetjem v Evropi: izkušnje za Slovenijo*. Ljubljana: Združenje Manager.
7. Baptista, M. (2010). CEO Compensation and Firm Performance in France. Najdeno 15. aprila 2014 na spletnem naslovu http://www.professionsfinancieres.com/docs/2011104134_17--ceo-compensation-and-firm-performance-in-france.pdf.
8. Barlett, R. L., & Miller, T. I. (1988). Executive earnings by gender: A case study. *Social Science. Quarterly*(December), 802-909.
9. Barontini, R., & Bozzi, S. (2011). Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. *Journal of Management & Governance*, 15(1), 59-89.
10. Baum, C. F. (2006). *An introduction to modern econometrics using Stata*. Boston: Stata Press.
11. Benston, G. J. (1985). The self-serving management hypothesis: Some evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 67-84.
12. Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *Modern corporation and private property*. New York,: Commerce Clearing House.
13. Brunello, G., Graziano, C., & Parigi, B. (2001). Executive compensation and firm performance in Italy. *International Journal of Industrial Organization*, 19(1-2), 133-161.
14. Carroll, T. M., & Ciscel, D. C. (1982). The effects of regulation on executive compensation. *The Review of Economics and Statistics*, 64(August), 505-509.
15. Conyon, M. J. (1997). Corporate governance and executive compensation. *International Journal of Industrial Organization*, 15(4), 493-509.
16. Conyon, M. J., & He, L. (2012). Executive compensation and pay for performance in China. 1. Research Handbook on Executive Pay, 20. Najdeno 25. aprila 2014 na spletnem naslovu <http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/ics/6>.

17. Conyon, M. J., Peck, S. I., & Sadler, G. (2000). Econometric modelling of UK executive compensation. *Managerial Finance*, 26(9), 3-20.
18. 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.
19. Coughlan, A. T., & Schmidt, R. M. (1985). Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 43-66.
20. Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
21. Dolinar, U., Pirc, I., & Gorazd, P. (2007). *Nagrajevanje uprav in nadzornih svetov v Sloveniji 2005-2006: raziskava o stroških upravljanja slovenskih javnih delniških družb*. Ljubljana: Združenje članov nadzornih svetov. Najdeno 25. februarja 2014 na spletnem naslovu http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/publikacija_nagrajevanje_final.pdf.
22. Elston, J. A. (1998). Investment, Liquidity Constraints and Bank Relationships: Evidence from German. *Manufacturing Firms CEPR Discussion Papers* (1329 ed.). Najdeno 25. februarja 2014 na spletnem naslovu <http://cepr.org/pubs/DP1329>.
23. Elston, J. A., & Goldberg, L. G. (2003). Executive compensation and agency costs in Germany. *Journal of Banking & Finance*, 27(7), 1391-1410.
24. Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO compensation: National Bureau of Economic Research. Najdeno 6. maja 2014 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w16585>.
25. Frydman, C., & Saks, R. E. (2010). Executive compensation: A new view from a long-term perspective, 1936–2005. *Review of Financial Studies*, 23(5), 2099-2138.
26. Garen, J. E. (1994). Executive compensation and principal - agent theory. *Journal of Political Economy*, 102, 1175-1199.
27. Gibbons, R., & Murphy, K. J. (1992). Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence. *National Bureau of Economic Research*, 3(10), 468-505. Najdeno 26. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.personal.psu.edu/sjh11/ACCTG597E/Class13/GibbonsMurphyJPE92.pdf>.
28. Gregorič, A. (2003a). *Corporate governance in Slovenia* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. Gregorič, A. (2003b). Prevzeli smo slabosti obeh sistemov. *Manager*(5), 157.
30. Gregorič, A., Rejc, A. & Slapničar, S. (2004). Koliko stanejo naši direktorji? *Manager*(3), 42-45.
31. Gregorič, A., Polanec, S., & Slapničar, S. (2010). Pay me right: reference values and executive compensation. *European financial management*, 5(16), 778-804.

32. Groves, T., Hong, Y., McMillan, J., & Naughton, B. (1994). Autonomy and Incentives in Chinese State Enterprises. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(1), 183-209.
33. Haid, A., & Yurtoglu, B. B. (2006). Ownership Structure and Executive Compensation in Germany. SSRN eLibrary. Najdeno 15. januarja 2014 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=948926
34. Holmstrom, B. (1982). Moral hazard in teams. *The Bell Journal of Economics*, 324-340.
35. Huntsman, B., & Lewellen, W. G. (1970). Managerial pay and corporate performance. *The American Economic Review*, 710-720.
36. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
37. Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225.
38. Joskow, P., Rose, N., & Shepard, A. (1993). *Regulatory constraints on CEO compensation*. Brookings Paper on Economic Activity, Microeconomics, 1-72.
39. Joskow, P., Rose, N., & Wolfram, C. (1996). Political constraints on executive compensation : Evidence from the electric utility industry. Najdeno 7. maja 2014 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w4980>.
40. Kaplan, S. N. (1992). Top executives reward and firm performance: a comparison of Japan and the U.S. NBER Working papers series. Najdeno 15. februarja 2014 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w4065>.
41. Kaplan, S. N. (2012). Executive compensation and corporate governance in the US: Perceptions, facts and challenges: National Bureau of Economic Research. Najdeno 15. maja 2014 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2134208.
42. Kato, T., & Kubo, K. (2006). CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence form new panel data on individual CEO pay. *Journal of the Japanese and International Economies*, 20, 1-19.
43. Kriteriji za individualne pogodbe o zaposlitvi managerjev (priporočilo za določitev plače in drugih sestavin pogodb o zaposlitvi managerjev). *Uradni list RS* št. 64/97.
44. Kodeks upravljanja javnih delniških družb. Najdeno 15. maja 2014 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8179>.
45. Li, D., Moshirian, F., Nguyen, P., & Tan, L. (2007). Corporate governance or globalization: What determines CEO compensation in China? *Research in International Business and Finance*, 21(1), 32-49. Najdeno 7. maj 2014 na spletnem naslovu <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2005.12.003>.
46. Luo, Y., & Jackson, D. (2012). Executive compensation, ownership structure and firm performance in Chinese financial corporations. *Global Business and Finance Review*, 17(1), 56-74.

47. McGuire, J. W., Chiu, J. S. Y., & Elbing, A. O. (1962). Executive incomes, sales and profits. *The American Economic Review*, 52(September), 753-761.
48. Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 11-42.
49. Novak, N. (2008). *Analiza prejemkov uprav v Sloveniji* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
50. Ozkan, N. (2011). CEO compensation and firm performance: an empirical investigation of UK panel data. *European Financial Management*, 17(2), 260-285.
51. Patton, A. (1951). Current practices in executive compensation. *Harvard Business Review*, 29(January), 56-64.
52. Priporočila za imenovanje, odpoklic in ureditev prejemkov. (2004). Ljubljana: Združenje članov nadzornih svetov, Združenje Manager. Najdeno 12. januarja 2014 na spletnem naslovu <http://www.zdruzenje-ns.si/zcnsweb/vsebina.asp?n=3&s=295&doc=28>.
53. Priporočila za kadrovanje in nagrajevanje članov uprav in izvršnih direktorjev. (2007). Najdeno 12. januarja 2014 na spletnem naslovu http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/kodeks_obrazlozitev_nacel_24_12_2009.pdf.
54. Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah. (2005). Najdeno 12. januarja 2014 na spletnem naslovu <http://www.zdruzenje-manager.si/storage/1570/priporocila.pdf>.
55. Rawski, T. (2007). Recent developments in China's labour economy. *Recent Developments in China's Labour Economy* (October, 2003).
56. Raziskava o delu in nagrajevanju članov nadzornih svetov v Sloveniji. (2003). Najdeno 12. januarja 2014 na spletnem naslovu http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/rezultati_ankete_o_delu_in_nagrajevanju_ns_2002.pdf.
57. Roberts, D. R. (1956). A general theory of executive compensation based on statistically tested prepositions. *Quarterly Journal of Economics*, 70(May), 167-184.
58. Sakawa, H., Moriyama, K. & Watanabel, N., (2012). Relation between top executive compensation structure and corporate governance: Evidence from Japanese public disclosed data. *Corporate Governance: An International Review*, 20(6), 593-608.
59. Santerre, R. E., & Neun, S. P. (1989). Managerial control and executive compensation in the 1930s: A reexamination. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28(Autumn), 110-118.
60. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 461-488.
61. Slapnicar, S., & Kavčič, S. (1998). Accounting measures in evaluating top management performance. *Hotel u turistickoj destinaciji*, 875-888.
62. Slapničar, S. (2003). Pogodba, ki učinkuje. *Manager*(12), 60-65.

63. Slapničar, S., Podbevšek, G., & Prijović, I. (2010). Nagrajevanje uprav in nadzornih svetov v Sloveniji 2007 - 2009. Najdeno 12. januarja 2014 na spletnem naslovu http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/raziskava_nagrajevanje_oblikovana_spletna.pdf.
64. Stigler, G. J., & Friedland, C. (1983). The literature of economics: The case of Berle and Means. *Journal of Law and Economics*, 26(June), 237-268.
65. Sun, Q., & Tong, W. H. (2003). China share issue privatization: the extent of its success. *Journal of Financial Economics*, 70(2), 183-222.
66. Tenev, S., Zhang, C., & Brestort, L. (2002). *Corporate governance and enterprise reform in China: Building the institutions of modern markets*. World Bank Publications.
67. Uredba o določitvi najvišjih razmerij za osnovna plačila ter višine spremenljivih prejemkov direktorjev. *Uradni list RS* št. 34/10 in 52/11.
68. Zakon o dodatnem davku od dohodkov članov poslovdstev in nadzornih organov v času finančne in gospodarske krize . *Uradni list RS* št. 78/09, 107/13 – odl. US).
69. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 42/06, 60/06 - popr., 26/07 - ZSDU-B, 33/07 - ZSReg-B, 67/07 - ZTFI, 10/08, 68/08, 42/09, 65/09 - UPB1, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 - odl. US in 82/13.
70. Zakon o prejemkih poslovdnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti Republike Slovenije in samoupravnih lokalnih skupnosti (ZPPOGD). *Uradni list RS* št.21/10, 8/11 – ORZPPOGD4, 23/44 – ZDIJZ-C).
71. Zhou, X. (1999). Executive compensation and managerial incentives: A comparison between Canada and the United States. *Journal of Corporate Finance*, 5(3), 277-301.
72. Zupan, N. (2001). *Nagradite uspešne: spodbujanje uspešnosti in sistemi nagrajevanja v slovenskih podjetjih*. Ljubljana: GV Založba.

PRILOGE

PRILOGA 1: Seznam družb v vzorcu

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ABANKA VIPA		X	X	X	X	X
AERODROM	X	X	X	X	X	X
ALPETOUR	X	X	X	X	X	X
ALPOS	X	X	X			
AUTOCOMMERCE	X					
CETIS	X	X	X	X	X	X
CINKARNA CELJE	X	X	X	X	X	X
DELO PRODAJA	X	X	X	X	X	X
DZS	X					
ELMO	X	X	X	X	X	X
ETOL	X	X	X	X	X	
ETRA 33	X					
GEA TOVARNA OLJA	X	X	X	X	X	X
GEODETSKI ZAVOD SLOVENIJE	X					
GORENJE	X	X	X	X	X	X
GORENJSKI TISK	X	X	X	X		
GORIŠKE OPEKARNE	X	X	X	X	X	
GRAND HOTEL UNION	X	X	X			
HELIOS	X	X	X	X	X	X
HIDROTEHNIK	X					
INLES	X	X	X			
INTEREUROPA	X	X	X	X	X	X
INTERTRADE ITA	X	X				
ISKRA AVTOELEKTRIKA / LETRIKA	X	X	X	X	X	X
ISTRABENZ	X	X	X	X	X	X
JADRAN	X					
JAVOR PIVKA	X	X	X			
JELEN GOSTINSTVO	X	X	X			
JUTEKS	X	X	X	X	X	
KD GROUP	X	X	X			
KOMPAS MTI	X	X	X	X	X	X
KOŠAKI TMI	X	X	X	X	X	
KRKA	X	X	X	X	X	X
LESNINA	X	X				
LIZ INŽENIRING	X					
LUKA KOPER	X	X	X	X	X	X
MARINA PORTOROŽ	X	X	X	X	X	
MELAMIN	X	X	X	X	X	X
MERCATOR	X	X	X	X	X	X

MERKUR	X					
MIP	X					
MLINOTEST	X	X	X	X	X	X
NAMA	X	X	X	X	X	X
NIKO	X	X				
NOVA KBM	X	X	X	X	X	X
PETROL	X	X	X	X	X	X
PIVOVARNA LAŠKO	X	X	X	X	X	X
PLAMA-PUR	X	X	X			
POZAVAROVALNICA SAVA		X	X	X	X	X
PROBANKA	X	X	X	X	X	X
SALUS	X	X	X	X	X	X
SAVA	X	X	X	X	X	X
SLOVENIJLES	X	X	X	X	X	X
SWATY	X	X				
TEKSTINA	X	X	X	X	X	X
TELEKOM	X	X	X	X	X	X
TERME ČATEŽ	X	X	X	X	X	X
TERME DOBRNA	X	X	X	X	X	X
TOSAMA	X	X				
UNIOR					X	X
VELANA	X	X	X	X	X	X
ZAVAROVALNICA TRIGLAV		X	X	X	X	X
ZDRAVILIŠČE ROGAŠKA SLATINA	X	X	X	X	X	
ŽELEZARNA MONTER	X	X				
ŽITO	X	X	X	X	X	X