

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**POVEZANOST KAKOVOSTI NADZORA, PLAČIL NADZORNIM
SVETOM IN USPEŠNOSTI SLOVENSКИH JAVNIH DELNIŠKIH
DRUŽB V OBDOBJU 2009–2012**

Ljubljana, junij 2014

KRISTINA NUŽDIĆ

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Kristina Nuždić, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela z naslovom POVEZANOST KAKOVOSTI NADZORA, PLAČIL NADZORNIM SVETOM IN USPEŠNOSTI SLOVENSКИH JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB V OBDOBJU 2009–2012, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko 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
 - poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobila 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 zapisala;
- 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 predloženega magistrskega dela 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 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE IN NADZORNI SVET	2
1.1 Pomen korporativnega upravljanja in nadzornega sveta	2
1.2 Izzivi slovenskega korporativnega upravljanja	3
2 NADZORNI SVETI V SLOVENIJI	5
2.1 Sistemi upravljanja družb	5
2.2 Vloga, pomen in delo nadzornega sveta	6
2.3 Članstvo v nadzornem svetu	9
2.4 Neodvisnost članov nadzornega sveta	11
2.5 Samoocenjevanje nadzornega sveta	12
2.6 Prejemki nadzornega sveta	12
3 KAKOVOST NADZORA	13
3.1 Velikost nadzornega sveta	13
3.2 Lastništvo	14
3.3 Kompetence	15
3.4 Neodvisnost	21
3.5 Intenzivnost dela	22
3.6 Komisije	22
3.7 Stabilnost	23
3.8 Samoocenjevanje	23
4 POVEZANOST KAKOVOSTI NADZORA, PLAČIL NADZORNIM SVETOM IN USPEŠNOSTI SLOVENSКИH JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB V OBDOBJU 2009– 2012	24
4.1 Strukturni model in hipoteze	24
4.2 Opis vzorca in viri podatkov	26
4.3 Opis konceptov in spremenljivk	27
4.4 Metoda	30
4.5 Opisna statistika	31
4.5.1 Velikost družb	31
4.5.2 Velikost nadzornih svetov	32
4.5.3 Izobrazba nadzornih svetov	33
4.5.4 Izkušnje nadzornih svetov	34
4.5.5 Kompetence nadzornih svetov	35
4.5.6 Neodvisnost nadzornih svetov	37
4.5.7 Intenzivnost dela nadzornih svetov	38
4.5.8 Komisije nadzornih svetov	39
4.5.9 Stabilnost članstva v nadzornih svetih	40

4.5.10	Samoocenjevanje nadzornih svetov	41
4.5.11	Državno lastništvo	42
4.5.12	Koncentracija lastništva	43
4.5.13	Uspešnost družb	45
4.6	Primerjalna analiza z nemškimi javnimi delniškimi družbami	47
4.6.1	Velikost družb	48
4.6.2	Velikost nadzornih svetov	48
4.6.3	Ostale spremenljivke	48
4.6.4	Uspešnost družb	50
4.7	Vpliv kontrolnih spremenljivk na indikatorje kakovosti nadzora	50
4.8	Ocena modela vpliva kakovosti nadzora na uspešnost družb s panelno regresijo ...	52
4.9	Analiza odvisnosti prejemkov nadzornih svetov glede na kakovost nadzora	55
4.10	Omejitve raziskave	59
SKLEP		60
LITERATURA IN VIRI		62

KAZALO SLIK

Slika 1: Kontingenčna teorija kompetenc	16
Slika 2: Okvir kompetenc	17
Slika 3: Model ledene gore kompetenc	18
Slika 4: Piramida kompetenc	18
Slika 5: Kompetentnost	19
Slika 6: Strukturni model kakovosti nadzora in uspešnosti	25
Slika 7: Število članov v nadzornem svetu v obdobju 2009–2012	33
Slika 8: Izobrazba članov nadzornega sveta v obdobju 2009–2012	34
Slika 9: Izkušnje članov nadzornega sveta v obdobju 2009–2012	35
Slika 10: Porazdelitev spremenljivke kompetence	36
Slika 11: Kompetence članov nadzornega sveta v obdobju 2009–2012	36
Slika 12: Neodvisnost članov nadzornega sveta v obdobju 2009–2012	38
Slika 13: Intenzivnost nadzornega sveta v obdobju 2009–2012	39
Slika 14: Komisije nadzornega sveta v obdobju 2009–2012	40
Slika 15: Stabilnost nadzornega sveta v obdobju 2009–2012	41
Slika 16: Samoocenjevanje nadzornega sveta v obdobju 2009–2012	42
Slika 17: Delež državnega lastništva v obdobju 2009–2012	43
Slika 18: Koncentracija prvih treh lastnikov v obdobju 2009–2012	44
Slika 19: Koncentracija prvih petih lastnikov v obdobju 2009–2012	44
Slika 20: Porazdelitev spremenljivke ROE	46
Slika 21: Uspešnost družb (ROE) v obdobju 2009–2012	46
Slika 22: Porazdelitev spremenljivke prejemki na člana nadzornega sveta	56
Slika 23: Prejemki na člana nadzornega sveta v obdobju 2009–2012	57

KAZALO TABEL

Tabela 1: Seznam družb v vzorcu.....	27
Tabela 2: Velikost družb glede na borzno kotacijo	32
Tabela 3: Število članov nadzornega sveta glede na borzno kotacijo	32
Tabela 4: Izobrazba nadzornega sveta glede na borzno kotacijo	33
Tabela 5: Izkušnje nadzornega sveta glede na borzno kotacijo.....	34
Tabela 6: Kompetence članov nadzornega sveta glede na borzno kotacijo	35
Tabela 7: Korelacija med izobrazbo, izkušnjami in kompetencami.....	37
Tabela 8: Neodvisnost nadzornega sveta glede na borzno kotacijo	38
Tabela 9: Intenzivnost nadzornega sveta glede na borzno kotacijo	39
Tabela 10: Komisije nadzornega sveta glede na borzno kotacijo	40
Tabela 11: Stabilnost nadzornega sveta glede na borzno kotacijo	41
Tabela 12: Samoocenjevanje nadzornega sveta glede na borzno kotacijo.....	42
Tabela 13: Delež državnega lastništva glede na borzno kotacijo.....	43
Tabela 14: Koncentracija prvih treh lastnikov glede na borzno kotacijo	44
Tabela 15: Uspešnost družb glede na borzno kotacijo	45
Tabela 16: Primerljive slovenske in nemške javne delniške družbe	47
Tabela 17: Mednarodna primerjava po velikosti družb.....	48
Tabela 18: Mednarodna primerjava po velikosti nadzornega sveta	48
Tabela 19: Mednarodna primerjava po ostalih spremenljivkah kakovosti nadzora	49
Tabela 20: Mednarodna primerjava po uspešnosti	50
Tabela 21: Povezanost kontrolnih spremenljivk in indikatorjev kakovosti nadzora.....	51
Tabela 22: Rezultati panelne regresije uspešnosti slovenskih družb.....	53
Tabela 23: Rezultati prilagojene panelne regresije uspešnosti slovenskih družb.....	54
Tabela 24: Rezultati panelne regresije uspešnosti nemških družb	55
Tabela 25: Prejemki na člana nadzornega sveta glede na borzno kotacijo v €	56
Tabela 26: Rezultati panelne regresije prejemkov na člana nadzornega sveta.....	58
Tabela 27: Rezultati prilagojene panelne regresije prejemkov na člana nadzornega sveta.....	59

UVOD

Obsežna znanstvena literatura priznava pomembno vlogo korporativnemu upravljanju, ki jo ima na uspešnost družb, saj se s korporativnim upravljanjem rešuje agentski problem. Z ločitvijo lastniške in poslovske funkcije namreč nastane konflikt interesov, kajti agent se ne bo vedno odločal v dobro principala. Ta lahko tako obnašanje agenta omeji z dvema vrstama mehanizmov, in sicer z motiviranjem in nadzorom. Magistrsko delo se tako osredotoča le na eno vrsto mehanizma, to je kakovost nadzora oziroma delovanje nadzornega sveta v dvotirnem sistemu upravljanja. Pri tem pa se izpostavlja naslednji problem, kako meriti kakovost nadzora oz. delovanje nadzornega sveta. Vpliv kakovosti nadzora je bil izpostavljen predvsem v zadnji finančni krizi, ko je bilo eno od področij slabega korporativnega upravljanja ravno (ne)delovanje nadzornega sveta (slaba sestava in nekompetentnost članov).

Namen magistrskega dela je s pomočjo literature prepoznati indikatorje, ki vplivajo na kakovost delovanja nadzornih svetov slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2009–2012, saj je nadzor latentna spremenljivka in je ni mogoče neposredno meriti. Literatura izpostavlja, da so eden pomembnejših indikatorjev nadzora kompetence članov nadzornega sveta. Te so pomembne tudi z vidika prejemkov nadzornega sveta. Namreč nadzorniki naj ne bi bili plačani v odvisnosti od uspešnosti družbe, ampak v odvisnosti od intenzivnosti dela in od svojih kompetenc. Zato je namen pričujočega dela preveriti tudi povezavo plačila nadzornikom in njihovimi kompetencami oz. kako so plačila in kompetence med seboj odvisne. Končni cilj magistrskega dela pa je preveriti povezanost med kakovostjo nadzora, plačili nadzornim svetom in uspešnostjo izbranih družb. Uporabljen raziskovalni pristop je uporaba sekundarnih podatkov iz letnih poročil in s pomočjo vprašalnika pridobiti primarne podatke od ostalih družb, ki javno ne objavljajo kompetentnosti svojih nadzornikov. Strukturni model je na koncu statistično preverjen s panelno regresijo.

Magistrsko delo je sestavljeno iz štirih delov. Prične se z odgovorom na vprašanje, zakaj sta korporativno upravljanje in nadzorni svet pomembna ter s kakšnimi slabostmi se je slovensko korporativno upravljanje soočalo pred letom 2009, tj. pred krizo. Drugi vsebinski del je namenjen seznanitvi z zakonskimi zahtevami in priporočili, ki določajo sistem slovenskega korporativnega upravljanja in delo nadzornega sveta. Tretji del je pregled znanstvene literature in posameznih indikatorjev kakovosti nadzora. V tem delu se navezujem na njihov že raziskovani vpliv na uspešnost družb. Četrti, zadnji del naloge je empirična analiza. V tem delu so predstavljeni strukturni model, hipoteze, vzorec, viri podatkov, spremenljivke in uporabljena metoda za testiranje hipotez. Rezultati raziskave so razdeljeni na več sklopov, in sicer: deskriptivna statistika slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2009–2012 po posameznih spremenljivkah, primerjalna analiza z nemškimi družbami, vpliv kontrolnih spremenljivk na indikatorje kakovosti nadzora ter panelni regresiji (uspešnost družb in prejemki nadzornega sveta). Magistrsko delo zaključujem s pregledom omejitev raziskave, ki vplivajo na interpretacijo rezultatov.

1 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE IN NADZORNI SVET

1.1 Pomen korporativnega upravljanja in nadzornega sveta

Korporativno upravljanje družbe vpliva na njeno uspešnost, trdita Fama in Jensen (1983, str. 301) v svojem delu *Ločitev lastništva in nadzora*. Tudi Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (v nadaljevanju OECD) izpostavlja korporativno upravljanje kot enega od ključnih elementov za izboljšanje ekonomske učinkovitosti in rasti. Učinkovit sistem korporativnega upravljanja v družbah in v celotnem nacionalnem gospodarstvu prispeva h gradnji stopnje zaupanja, ki je potrebna za pravilno delovanje tržnega gospodarstva. Rezultat tega so nižji stroški kapitala, kar spodbuja podjetja k učinkovitejši rabi virov in jim daje zagon za rast (OECD, 2004, str. 11).

Tako s strani akademikov kot mednarodnih organizacij obstaja mnogo mnenj o tem, kaj korporativno upravljanje je. Kljub temu je med njimi čedalje večji konsenz (ICC, 2004, str. 9). OECD tako opredeljuje korporativno upravljanje kot nabor odnosov med managementom družbe, njegovim odborom, delničarji in drugimi interesnimi skupinami (OECD, 2004, str. 11). Na kar se navezuje tudi Evropska Komisija (2011, str. 2) v Zeleni knjigi *Okvir EU za upravljanje podjetij*. Dobro korporativno upravljanje mora dajati odboru in managementu prave spodbude za doseganje ciljev, ki so v interesu družbe in njenih delničarjev ter zagotavljati učinkovit nadzor.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer in Vishny (2000, str. 4) korporativno upravljanje v veliki meri vidijo kot niz mehanizmov, s katerimi zunanji investitorji zaščitijo sebe pred razlastitvijo s strani notranjih deležnikov, ki se lahko pojavlja v različnih oblikah. Sami vidijo kot ključni mehanizem za zaščito zunanjih vlagateljev v pravnem pristopu, torej z zakoni in njihovimi izvrševanji. Tudi po mnenju Shleiferja in Vishnyja (1997, str. 737) se korporativno upravljanje ukvarja z načini, kako financerjem družb zagotavljati donos njihovim naložbam. Sama tržna konkurenca naj ne bi bila dovolj za zagotovitev donosov investitorjem, ampak so potrebni tudi drugi mehanizmi (npr. pravna zaščita, koncentrirano lastništvo s strani večjih investitorjev).

Skupno vsem navedenim opredelitvam je, kot je izpostavil tudi Hart (1995, str. 678), t. i. agentski problem ali konflikt interesov med različnimi deležniki organizacije (lastniki, managerji, delavci ali potrošniki) ter transakcijske stroške, ki so tako veliki, da se agentski problem ne more rešiti s pogodbo. Jensen in Meckling (1976, str. 311) ter prav tako kasneje Fama in Jensen (1983, str. 303) razlagajo, da z ločitvijo lastniške in poslovske funkcije nastane pogodba, s katero ena ali več oseb (principal) poverijo drugi osebi (agentu) vodenje podjetja oz. uresničevanje njihovih interesov. Ker obe strani maksimirata svoje interese, se agent ne bo vedno odločal v dobro principala. Ta tako obnašanje agenta lahko omeji z dvema vrstama mehanizmov, in sicer z motiviranjem agenta ter z nadzorom

nad njegovim delovanjem. Teoretično gledano lahko neskončno dober nadzor nadomesti vlogo motivacije, vendar praktično to ni mogoče oz. je povezano z nesprejemljivimi stroški, ki bi jih pri tem nosil principal. Rešitev je zato treba poiskati v ravnotežju med motivacijo in nadzorom (Bajuk, b. l., str. 5).

Kljub različnim vrstam možnega nadzora (npr. zunanji posojilodajalci in notranji konkurenčni managerski timi), je v tem primeru nadzor mišljen predvsem z nadzornim svetom v dvotirnem sistemu upravljanja ali z neizvršnimi direktorji v enotirnem sistemu upravljanja. Pri tem pa se izpostavlja naslednji problem – kakovost nadzora oz. nadzornega sveta pri svojem delu. Denisova (2001, str. 199) je po pregledu literature za zadnjih 25 let ugotovila, da je le ta odvisna od števila nadzornikov, neodvisnosti in sestave nadzornega sveta. Vpliv kakovosti nadzora je bil izpostavljen predvsem v zadnji finančni krizi, ki je po mnenju Kirkpatricka (2009, str. 2) ravno slabo korporativno upravljanje glavni razlog za njen nastanek. Slabo korporativno upravljanje se je odrazilo na naslednjih področjih: nagrajevanje, ki je spodbujalo zasledovanje kratkoročnih ciljev družbe, (ne)upravljanje s tveganji in (ne)delovanje nadzornega sveta (prav tako tudi slaba sestava in nekompetentnost članov).

Tudi OECD v svojem poročilu Korporativno upravljanje in finančna kriza: ključne ugotovitve in glavna sporočila ugotavlja, da je veliko družb imelo neučinkovit nadzorni svet. Nadzorni sveti pri svojem delovanju niso bili objektivni in neodvisni ter so delovali bolj reaktivno kot proaktivno. OECD s poročilom priporoča, da naj bi bil cilj družb imeti kompetenten in neodvisen nadzorni svet, vzpostavljeno politiko identificiranja veščin nadzornega sveta, pri imenovanju članov naj se upošteva lastniška struktura ter predsednik uprave naj po upokojitvi ne postane predsednik nadzornega sveta. OECD poročilo zaključuje z mislijo, da priporočil OECD ni treba spreminjati, ampak jih je treba upoštevati oz. bolj učinkovito izvajati (OECD, 2009, str. 7, 41–42).

1.2 Izzivi slovenskega korporativnega upravljanja

V obdobju 2004 do 2006 je bilo nekaj poročil narejenih s strani različnih institucij, ki so preučevale sistem slovenskega korporativnega upravljanja, njegove slabosti in možnosti izboljšav na različnih področjih. Tri najbolj izpostavljena poročila so Neodvisnost članov nadzornih svetov v Sloveniji: poročilo o upravljanju javnih delniških družb 2005, ki so ga pripravili Borza d.d., Združenje Manager in Združenje članov nadzornih svetov (2005), Svetovna banka in Mednarodni denarni sklad Poročilo o spoštovanju standardov in kodeksov – ocena korporativnega upravljanja države Slovenija (2004) in Korporativno upravljanje v Sloveniji avtorice dr. Katarine Zajc (2007).

Poročila tako izpostavljajo naslednje stanje in najbolj problematična področja v omenjenem obdobju (Bratina, Damijan, Gregorič, & Zajc, 2005, str. 2–4; World Bank & IMF, 2004, str. 3–15; Zajc, 2007, str. 260):

- Večina podjetij ni imela večinskih lastnikov (torej lastnikov z vsaj 50 odstotki glasovalnih pravic). Njihov kapital je bil razporejen med 5 (ali več) večjih lastnikov, ki so si skupno lastili v povprečju nad 60 odstotkov kapitala.
- Preostalih 40 odstotkov pa je bilo razpršenih med razmeroma veliko število malih delničarjev, ki niso mogli bistveno vplivati na odločitve oz. nadzor nad upravljanjem družb.
- Država je bila neposredno ali posredno preko različnih skladov (npr. KAD in SOD) velik delničar v družbah. V slovenski poročilih sta priporočili, naj država izstopi kot lastnik v družbah, razen v tistih, ki so opredeljene kot strateškega pomena. Razlog je neučinkovitost teh družb, vpletanje države v družbe, prepletanje politike in managementa, oviranje vstopov na račun obstoječih družb in poslovno neprijazno okolje.
- Družbe so imele koncentrirano lastništvo, vendar največji delničar ni mogel vzpostaviti učinkovitega korporativnega nadzora.
- V tem obdobju je bilo značilno: heterogenost lastništva (notranje in zunanje lastništvo), neučinkovita struktura lastništva, velika nasprotja interesov, slabo likviden trg kapitala in neučinkovit pravni sistem.
- Lastništvo se je konsolidiralo in število družb, ki so kotirale na borzi, se je zmanjšalo.
- Dejanska uveljavitev pravne zaščite malih delničarjev v praksi je bila nizka in brez tradicije, zlasti v uveljavljanju odškodninske odgovornosti do članov nadzornih svetov oz. uprav. Priporočila poročil so se nanašala tako predvsem na zakonsko ureditev oz. uveljavljanje predstavništva malih delničarjev v nadzornih svetih. Bodisi preko kumulativnega glasovanja bodisi določanja deležev članov nadzornega sveta, ki jih izglasujejo mali delničarji.
- Vloga delavcev v korporativnem upravljanju je bila velika, saj so delavci imenovali svoje predstavnike v nadzorne svete družb (vsaj 1/3 članov nadzornega sveta so bili zaposleni). Pri tem se izpostavlja njihova nasprotja interesov, vprašanja ciljev delovanja, strokovnosti in neodvisnosti.
- Paradržavne družbe (skladi), investicijske družbe in zaposleni so si, skupaj z drugimi nefinančnimi podjetji, delili sedeže v nadzornih svetih.
- Vprašljivo je sodelovanje izobraženih posameznikov v večjem številu nadzornih teles (funkcija nadzornika kot kvalificirana javna funkcija), s čimer se ustvarja omrežje osebnih povezav. Omrežja lahko nastajajo iz razlogov, kot so omejevanje konkurence med podjetji, želje po družbenem uveljavljanju podjetja z imenovanjem znanih posameznikov, želja posameznikov po napredovanju in uveljavitvi v družbi itd. Zato je predlog omejitve članstva v nadzornih svetih nepovezanih družb na največ tri.
- Preglednost korporacijskega upravljanja, vpliva lastnikov in delovanja je bila šele v zametkih, namen zahtev po večji preglednosti poslovanja pa v večini primerov v poslovni praksi ni dobival primerne razlage.

Poleg nekaterih že omenjenih priporočil oz. predlogov naslednji poročili dajeta velik poudarek tudi predlogom, ki naj bi izboljšali slovensko korporativno upravljanje in delo

nadzornih svetov: imenovanje večine članov nadzornih svetov, ki so neodvisni, opredelitev predstavnikov zaposlenih v nadzornih svetih kot odvisnih, razen če nadzorni svet s sklepom določi drugače, razširitev priporočila, da portfeljski investitorji (vključno s KAD in SOD) ne imenujejo svojih predstavnikov v nadzorne svete družb, v nasprotnem primeru naj svoje naložbe javno opredelijo kot strateške, posamično imenovanje članov nadzornega sveta, sestajanje nadzornega sveta brez prisotnosti uprave vsaj enkrat letno (Bratina et al., 2005, str. 3–4), nadzorni sveti družb, ki kotirajo na borzi, naj imajo ustanovljeno revizijsko komisijo, Združenje nadzornikov Slovenije naj ima bolj aktivno vlogo pri izobraževanju in usposabljanju članov nadzornih svetov ter nadzorni sveti naj imajo možnost dostopa do znanja zunanjih strokovnjakov (World Bank & IMF, 2004, str. 16).

Posledica teh poročil je sprememba zakonov in Kodeksa upravljanja javnih delniških družb (v nadaljevanju Kodeks), katere cilj je boljše korporativno upravljanje slovenskih družb. Pri tem se postavlja vprašanje, ali se je s spremembo Kodeksa izboljšala kakovost nadzora in ali so se kompetence nadzornega sveta v štiriletnem obdobju spreminjale. Magistrsko delo tako vseskozi zasleduje enega od raziskovalnih vprašanj – kako kakovost nadzora vpliva na uspešnost slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2009–2012.

2 NADZORNI SVETI V SLOVENIJI

2.1 Sistemi upravljanja družb

Najpomembnejši vir prava gospodarskih družb je Zakon o gospodarskih družbah 1 (Ur. l. RS, št. 65/2009-UPB3, 83/2009; Odl US: U-I-165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8, 33/2011, 91/2011; Skl. US: U-I-311/11-5, 32/2012, 57/2012, 44/2013; Odl. US: U-I-311/11-16, 82/2013, v nadaljevanju ZGD-1). ZGD-1 v splošnem delu obravnava vprašanja, ki veljajo za vse gospodarske družbe, ter dodatno ureja podjetnika posameznika in vsako gospodarsko družbo posebej (Bohinc et al., 2007, str. 17).

ZGD-1 v 253. členu (izbira sistema upravljanja) določa:

- Organi vodenja ali nadzora so uprava, upravni odbor in nadzorni svet.
- Družba lahko izbere dvotirni sistem upravljanja družbe z upravo in nadzornim svetom ali enotirni sistem upravljanja družbe z upravnim odborom.

Vsak sistem ima svoje prednosti in slabosti. Glavna prednost dvotirnega sistema upravljanja družbe je delitev nadzora in vodenja družbe v dveh organih – nadzorni svet in uprava. Z ločitvijo nadzornega sveta od uprave se povečuje njegova neodvisnost. Na drugi strani ima dvotirni sistem upravljanja slabosti, ki zmanjšujejo njegovo učinkovitost. Nadzorni svet opravlja svojo nadzorstveno vlogo reaktivno in ne proaktivno. Njihova vloga je tudi omejena na ocenjevanje ukrepov, ki jih je uprava že sprejela. Pri tem je med obema organoma velika asimetrija informacij v prid uprave, saj se nadzorni svet sestaja le

nekajkrat letno. S tem pa se izpostavlja kakovost nadzora in manjša prilagodljivost sistema (Gerner-Beuerle, Paech, & Schuster, 2013, str. 147; Jungmann, 2006, str. 450–453).

Glavna prednost enotirnega sistema upravljanja, ki pa je slabost dvotirnega sistema, je simetrija informacij ter večje sodelovanje med nadzornim delom (neizvršni direktorji) in upravljalским delom (izvršni direktorji), saj sta le ta oba združena v enem organu – upravni odbor. Prav tako so sestanki pogostejši kot v primeru nadzornega sveta v dvotirnem sistemu (Jungmann, 2006, str. 459). Neizvršni direktorji skrbijo za interese delničarjev in vršijo nadzorno funkcijo nad delom izvršnih direktorjev. Slednji sprejemajo poslovne odločitve v korist družbe in posledično v korist vseh delničarjev. Združitev nadzora in upravljanja v enem samem organu družbe je prednost, saj družba na ta način postane hitrejša, bolj prilagodljiva in konkurenčna (Bajuk, b. l., str. 5–6). Glavna slabost enotirnega sistema je vprašanje neodvisnosti, ki se še posebej izpostavlja v primeru, kadar v upravnem odboru prevladujejo izvršni direktorji (Maassen, 2002, str. 50).

Jungmann (2006, str. 426) hkrati ugotavlja, da noben sistem ni boljši od drugega, saj imata oba svoje prednosti in slabosti. Tako tudi noben sistem ne bo prevladal oz. izpodrinil drugega, vendar pa Jungmann vidi možnost izboljšav za vsak sistem.

Slovenska podjetja imajo torej možnost izbire med enotirnim in dvotirnim sistemom upravljanja družb, vendar ima večina slovenskih družb dvotirni sistem upravljanja (Gerner-Beuerle et al., 2013, str. 147). Razlog za to je daljše obdobje, ki je kot edino možnost nudilo sistem dvotirnega upravljanja, saj je šele sprememba ZGD-1 iz leta 2006 kot alternativo dodala še možnost enotirnega upravljanja (Bajuk, b. l., str. 1).

2.2 Vloga, pomen in delo nadzornega sveta

Na splošno ima nadzorni svet pomembno vlogo pri zagotavljanju ustreznega korporativnega upravljanja in pri nadzoru nad družbo, njenimi sredstvi ter aktivnostmi (GCGF, 2008, str. 127). Froud, Leaver, Tampubolon in Williams (2008, str. 163,165) ter Hendry (2005, str. 60) vidijo nadzorni svet kot predstavnike delničarjev in rešujejo agentski problem oz. zmanjšujejo agentske stroške z boljšim usklajevanjem interesov uprave in delničarjev. Sir Adrian Cadbury (Cadbury & The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992, str. 21) je posebej izpostavil pomembnost nadzornega sveta v vzpostavljanju in ohranjanju dobrega korporativnega upravljanja. Nadzorni svet naj bi po njegovem mnenju imel neodvisni pogled na strategijo, poslovanje in vire družbe.

Fama in Jensen (1983, str. 306) zagovarjata ločitev managementa in nadzora, saj naj bi se na tak način reševal agentski problem oz. naj bi se maksimirala vrednost delničarjevega premoženja. Namreč, če bi agent imel obe funkciji, management in nadzor, bi to pomenilo konflikt interesov in manjšo učinkovitost. Johnson, Daily in Ellstrand (1996, str. 411)

kategorizirajo odgovornosti nadzornega sveta v tri vloge, in sicer nadzorna, svetovalna in vloga pridobivanja sredstev, ki so ključna za uspešnost družbe. Nadzorna vloga vsebuje predvsem imenovanje in razreševanje uprave, določanje plačila upravi ter ves ostali nadzor, ki zagotavlja, da se uprava ne oddalji od delničarjevega interesa. Na drugi strani svetovalna vloga pomeni, da pomagajo upravi pri različnih problemih in pri oblikovanju strategije družbe. Tudi Daily in Dalton (1994, str. 1606) ter Adams (2003, str. 2) so menili, da mora biti nadzorni svet vpet v strateško odločanje.

Člani nadzornega sveta opravljajo posebno korporacijsko funkcijo članstva v nadzornem svetu, katere vsebina je opredeljena v ZGD-1, razčlenjena v statutu in drugih splošnih aktih posamezne družbe ter z avtonomnimi pravili dobre prakse upravljanja gospodarskih družb, določenih s Kodeksom ter Kriteriji za članstvo, delo in plačilo nadzornih svetov (Bohinc et al., 2007, str. 17).

Kodeks upravljanja gospodarskih družb je pravno neobvezujoč sklop principov, standardov in priporočenih ravnanj, ki ga sprejme določeno kolektivno telo z namenom opredelitve učinkovitejšega upravljanja gospodarskih družb (Bajuk, b. l., str. 13). V Sloveniji so Kodeks sporazumno oblikovali Ljubljanska borza d.d., Združenje nadzornikov Slovenije in Združenje Manager (2009, str. 2). Pri tem so upoštevali slovensko zakonodajo, smernice in priporočila EU, etična načela poslovne kulture, svoje notranje akte in mednarodno priznane standarde za odgovorno in kakovostno upravljanje družb.

Namen Kodeksa je natančnejša določitev standardov upravljanja in vodenja javnih delniških družb, katerih delnice so uvrščene na organizirani trg v Sloveniji. Standardom lahko sledijo tudi druge družbe z namenom oblikovati transparenten in razumljiv sistem upravljanja, ki viša raven zaupanja tako domačih kot tujih vlagateljev, zaposlenih in tudi širše javnosti v slovenski sistem upravljanja. Izjava o upravljanju je postala predpisana vsebina poslovnega dela letnega poročila in temelji na načelu spoštuj ali pojasni razloge za odstopanje. Načelo družbam dovoljuje odstopanja od priporočil Kodeksa in jim s tem daje možnost, da oblikujejo svojo lastno prakso. Pričakuje se, da bodo priporočila Kodeksa v največji možni meri uveljavljena v javnih delniških družbah, še posebej v tistih, ki so uvrščene v prvo in standardno kotacijo Ljubljanske borze (Ljubljanska borza, Združenje nadzornikov Slovenije, & Združenje Manager, 2009, str. 2). Hkrati je to področje tudi zakonsko urejeno v 70. členu ZGD-1, kjer prav tako določajo uporabo načela spoštuj ali pojasni razloge za odstopanje.

Korporacijska zakonodaja določa položaj in pristojnosti nadzornega sveta. Načeloma velja, da morajo posamezni člani nadzornega sveta delovati skupno v okviru nadzornega sveta kot organa družbe. Toda kljub kolektivnemu delovanju je odgovornost posameznih članov nadzornega sveta individualna. Za vse individualno odgovorne člane nadzornega sveta pa velja pravilo solidarne odgovornosti (Bohinc et al., 2007, str. 92).

ZGD-1 vse od 273. do 284. člena opredeljuje imenovanje in pristojnosti nadzornega sveta:

- Nadzorni svet lahko imenuje eno ali več komisij, na primer revizijsko komisijo, komisijo za imenovanja in komisijo za prejemke, ki pripravljajo predloge sklepov nadzornega sveta, skrbijo za njihovo uresničitev in opravljajo druge strokovne naloge. V družbi, s katere vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu, mora nadzorni svet oblikovati revizijsko komisijo.
- Nadzorni svet nadzoruje vodenje poslov družbe.
- Nadzorni svet lahko pregleduje in preverja knjige in dokumentacijo družbe, njeno blagajno, shranjene vrednostne papirje in zaloge blaga ter druge stvari.
- Nadzorni svet lahko od uprave zahteva kakršnekoli informacije, potrebne za izvajanje nadzora.
- Nadzorni svet lahko skliče skupščino. Nadzorni svet da skupščini predlog za imenovanje revizorja, ki mora temeljiti na predlogu revizijske komisije.
- Vodenje poslov se ne more prenesti na nadzorni svet. Statut ali nadzorni svet lahko določi, da se smejo posamezne vrste poslov opravljati le z njegovim soglasjem.
- Nadzorni svet mora preveriti sestavljeno letno poročilo in predlog za uporabo bilančnega dobička, ki ju je predložila uprava.
- Nadzorni svet mora o ugotovitvah preveritve sestaviti pisno poročilo za skupščino.
- Predsednik nadzornega sveta zastopa družbo proti članom uprave.

Kodeks veliko podrobneje določa naloge oz. pristojnosti nadzornega sveta, pomembnejša določila so (Ljubljanska borza, Združenje nadzornikov Slovenije, & Združenje Manager, 2009, str. 7–10):

- Nadzorni svet je sestavljen tako, da se zagotovi odgovoren nadzor in sprejemanje odločitev v korist družbe.
- Nadzorni svet skrbi za nadzor družbe tekom celotnega poslovnega leta, aktivno sodeluje pri oblikovanju Politike upravljanja in določanju upravljaljskih razmerij v družbi.
- Nadzorni svet enkrat letno oceni svojo sestavo, poslovanje, potencialna nasprotja interesov posameznih članov ter delovanje posameznih članov in nadzornega sveta kot celote in tudi sodelovanje z upravo družbe.
- Nadzorni svet ustanovi posebne komisije, ki analizirajo specifična vprašanja in svetujejo nadzornemu svetu glede teh vprašanj, vendar odločanje ostaja v pristojnosti kolegijske odgovornosti nadzornega sveta. Nadzorni svet poleg revizijske komisije oblikuje tudi kadrovske komisije in komisije za imenovanja.

2.3 Članstvo v nadzornem svetu

ZGD-1 v 254. členu ureja sestavo in število članov:

- Zakon in statut določata sestavo in število članov organov vodenja in nadzora.
- Organ vodenja ali nadzora sestavljajo najmanj trije člani, če zakon ne določa drugače.
- Če ima organ vodenja ali nadzora več članov, se en član imenuje za predsednika.

ZGD-1 v 255. členu določa imenovanje članov nadzora, in sicer član je lahko vsaka poslovno sposobna fizična oseba, razen oseba, ki:

- je že član drugega organa vodenja ali nadzora te družbe,
- je bila pravnomočno obsojena zaradi kaznivega dejanja zoper gospodarstvo, zoper delovno razmerje in socialno varnost, zoper pravni promet, zoper premoženje, zoper okolje, prostor in naravne dobrine. Ta oseba ne sme biti član organa nadzora pet let od pravnomočnosti sodbe in dve leti po prestani kazni zapora,
- ji je bil izrečen varnostni ukrep prepovedi opravljanja poklica, in sicer dokler traja prepoved, ali
- je bila kot član organa vodenja ali nadzora družbe, nad katerim je bil začet stečajni postopek, pravnomočno obsojena na plačilo odškodnine upnikom v skladu z določbami zakona, ki ureja finančno poslovanje podjetij, o odškodninski odgovornosti, in sicer še dve leti po pravnomočnosti sodbe.

ZGD-1 hkrati v 273. členu določa še posebne pogoje za člane nadzornega sveta. Član nadzornega sveta ne more biti:

- član uprave ali upravnega odbora od družbe odvisne družbe,
- prokurist ali pooblaščenec te družbe,
- član uprave druge kapitalske družbe, v katere nadzornem svetu je član uprave te družbe,
- oseba, ki je član nadzornega sveta ali upravnega odbora v treh družbah,
- oseba, ki ne izpolnjuje pogojev, ki jih določa statut.

Poleg teh zakonskim pozitivnih in negativnih pogojev je Združenje članov nadzornih svetov (2007, str. 3) napisalo še Priporočila za članstvo, delo in plačilo članov nadzornih svetov in upravnih odborov (v nadaljevanju Priporočila). Priporočila so nezavezujoča in vsebinsko natančneje opredeljujejo trenutno veljavno zakonodajo in Kodeks ter skladno z mednarodnimi standardi in priporočili določajo priporočeno prakso na tem področju.

Za člane nadzornih svetov naj za izvolitev veljajo še naslednji pogoji (Združenje članov nadzornih svetov, 2007, str. 5):

- osebna integriteta in poslovna etičnost,
- imajo najmanj višjo in praviloma visoko strokovno izobrazbo,
- imajo ustrezne delovne izkušnje s področja vodenja, organiziranja, raziskovanja in upravljanja podjetij,
- imajo celovito poslovno znanje in ustrezna strokovna znanja,
- imajo sposobnost pri svojem delovanju in odločanju upoštevati predvsem dolgoročni interes družbe in temu podrediti morebitne drugačne osebne ali posamične interese (tretjih oseb, zaposlenih, uprave, delničarjev, javnosti ali države),
- ne opravljajo funkcij vodenja, nadzora, zastopanja ali svetovalnih nalog za konkurenčne družbe, in niso večji delničarji ali družbeniki konkurenčnih družb,
- so časovno razpoložljivi, oziroma bodo časovno razpoložljivi v času opravljanja funkcije,
- so sposobni učinkovitega komuniciranja in timskega dela,
- so pripravljeni na nenehno izobraževanje in profesionalni razvoj,
- za kandidate za člane nadzornega sveta naj velja tudi, da so neodvisni tako, da niso ekonomsko, osebno ali kako drugače tesneje povezani z družbo ali njeno upravo,
- za kandidate za člane nadzornega sveta, ki so imenovani kot delavski predstavniki, velja določba o neodvisnosti iz prejšnje alineje, razen v delu, ki se nanaša na odvisnost zaradi zaposlitve.

Ustreznost delovnih izkušenj in strokovnih znanj kandidatov naj skupščina vrednoti na osnovi specifičnih lastnosti družbe (dejavnost, velikost, internacionalizacija ipd.) in sestave celotnega nadzornega sveta. Priporoča se tudi, da se znanje, izkušnje in sposobnosti posameznih članov medsebojno dopolnjujejo (Združenje članov nadzornih svetov, 2007, str. 5).

Nadzorni svet mora med svojimi člani izvoliti predsednika in najmanj enega namestnika (ZGD1 278. člen poslovanje nadzornega sveta), medtem ko Priporočila predlagajo, naj nadzorni svet izvoli predsednika in dva namestnika predsednika. Pri tem naj bo prvi namestnik predsednika izvoljen izmed članov nadzornega sveta, imenovanih na skupščini delničarjev, drugi namestnik predsednika pa naj bo izvoljen izmed članov nadzornega sveta, imenovanih s strani sveta delavcev (Združenje članov nadzornih svetov, 2007, str. 11). Člani nadzornega sveta predsednika izvolijo z navadno večino na podlagi njegovega znanja, veščin in sposobnosti posredovanja in vodenja. Predsednik vodi in zastopa nadzorni svet, ne sme pa sprejemati nobenih odločitev v imenu nadzornega sveta. Za predsednika nadzornega sveta se ne imenuje oseb, ki so bile v zadnjem letu člani uprave te družbe ali člani posloводства z družbo povezanih družb (Ljubljanska borza, Združenje nadzornikov Slovenije, & Združenje Manager, 2009, str. 11).

Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju (Ur. l. RS, št. 42/2007-UPB1, 45/2008-ZArbit, 23/2009 Odl. US: U-I-268/06-35, v nadaljevanju ZSDU) v 79. členu določa, da se

število predstavnikov delavcev v nadzornem svetu določi s statutom družbe, vendar ne sme biti manjše od ene tretjine članov in ne večje od polovice vseh članov nadzornega sveta družbe. Za predstavnika delavcev v nadzornem svetu družbe ne sme biti izvoljena v družbi zaposlena oseba, ki po zakonu ZSDU nima pravice voliti in biti izvoljena v svet delavcev. Predstavniki delavcev ne sme biti predsednik nadzornega sveta, ima pa svet delavcev pravico imenovati tudi predstavnika delavcev v komisije nadzornega sveta. Predstavnike delavcev izvoli in odpokliče svet delavcev in s tem seznani skupščino družbe.

2.4 Neodvisnost članov nadzornega sveta

Pomembna lastnost nadzornega sveta je neodvisnost njegovih članov, ki ji je Kodeks namenil celotno poglavje. Namreč pri volilnem predlogu, ki ga oblikuje nadzorni svet, vsaj polovico članov nadzornega sveta sestavljajo neodvisni člani. Za neodvisne člane nadzornega sveta se smatrajo tisti člani, ki pri delovanju in odločanju delujejo samostojno. Za odvisne člane se vedno smatrajo člani nadzornega sveta, pri katerih obstaja tesnejša ekonomska povezava z družbo, njeno upravo ali večjimi delničarji. Neodvisni član o nastopu dejstev, ki spremenijo njegovo izpolnjevanje kriterija neodvisnosti, takoj obvesti nadzorni svet (Ljubljanska borza, Združenje nadzornikov Slovenije, & Združenje Manager, 2009, str. 7).

V vsakem primeru se za odvisnega člana nadzornega sveta šteje vsak član, ki je (Združenje članov nadzornih svetov, 2007, str. 4):

- večji delničar družbe,
- ekonomsko, osebno ali kako drugače tesneje povezan z večjim delničarjem ali njegovo upravo,
- zaposlen v družbi ali z njo povezani družbi,
- član širšega posloводства družbe ali z njo povezane družbe,
- oseba, ki je sodelovala pri sestavljanju vsebine predloga letnega poročila družbe,
- trenutno ali je bil v preteklih treh letih v pomembnejših poslovnih odnosih z družbo ali z njo povezano družbo,
- pomembnejši dobavitelj blaga ali storitev (vključujoč svetovalne ali revizijske storitve),
- prejemal v zadnjih treh letih oziroma prejema večje dodatne prejemke družbe ali povezane družbe razen plačila, ki ga dobi kot član nadzornega sveta,
- bil v zadnjih treh letih partner ali uslužbenec sedanjega ali nekdanjega zunanjega revizorja v družbi ali povezani družbi,
- v nadzornem svetu več kot 12 let,
- bližnji družinski član drugega člana nadzornega sveta ali člana uprave družbe.

2.5 Samoocenjevanje nadzornega sveta

Kodeks in Priporočila predlagata, da nadzorni svet enkrat letno oceni svojo sestavo, poslovanje, potencialna nasprotja interesov posameznih članov ter delovanje posameznih članov in nadzornega sveta kot celote in tudi sodelovanje z upravo družbe. Med ocenjevanjem svojega dela nadzorni svet oceni tudi delo komisij nadzornega sveta. Nadzorni svet naj določi ukrepe za izboljšanje učinkovitosti – sestava, izobraževanje, dinamika in udeležba na sejah, informiranje in priprava na seje itd. (Kovač, Podbevšek, & Prijović, 2011, str. 13; Ljubljanska borza, Združenje nadzornikov Slovenije, & Združenje Manager, 2009, str. 10; Združenje članov nadzornih svetov, 2007, str. 10).

Postopek ocenjevanja vsebuje naslednja ravnanja in opredelitve (Ljubljanska borza, Združenje nadzornikov Slovenije, & Združenje Manager, 2009, str. 10–11):

- Ovrednotenje dela nadzornega sveta ali komisij in pridobitev mnenja glede potrebnih izboljšav.
- Preverjanje, ali je komuniciranje in sodelovanje med upravo in nadzornim svetom ustrezno.
- Ocenjevanje konkretnega prispevka dela vsakega posameznega člana, njegove prisotnosti na sejah nadzornega sveta in njegove strukturirane udeležbe v razpravi in pri sprejemanju odločitev.
- Preverjanje morebitnega obstoja okoliščin posameznega člana, ki bi lahko privedle do nastanka nasprotja interesov oziroma odvisnosti.
- Oceno trenutne sestave nadzornega sveta glede na potrebe, ki izhajajo iz rednega poslovanja družbe pri doseganju zastavljenih ciljev. Pri sestavi nadzornega sveta se upoštevajo udeležba vseh spolov, starostna raznolikost in čim večja raznolikost na splošno.

2.6 Prejemki nadzornega sveta

Prejemke nadzornega sveta ureja že ZGD-1 v 284. členu – plačilo članom nadzornega sveta. Določba zakona pravi, da se članom nadzornega sveta lahko za njihovo delo zagotovi plačilo, kar določi statut ali skupščina. Plačilo mora biti v ustreznem razmerju z nalogami članov nadzornega sveta in finančnim položajem družbe. Člani nadzornega sveta ne morejo biti udeleženi v dobičku.

Okvir za prejemke nadzornega sveta je postavil ZGD-1, Kodeks in Priporočila pa podrobneje opisujeta sestavo prejemkov članov nadzornega sveta. Kodeks priporoča, da so člani nadzornega sveta za opravljanje funkcije ustrezno plačani. Plačilo za opravljanje funkcije je tako, da ne onemogoča kvalitetne sestave nadzornega sveta in je skladno z odgovornostmi in nalogami, ki jih mora nadzorni svet opravljati po zakonu in Kodeksu.

Plačilo članov nadzornega sveta je zagotovljeno izključno v denarju in ne sme biti v neposredni odvisnosti od uspešnosti poslovanja družbe, kot jo izkazujejo izkazi družbe. Člani nadzornega sveta, ki so tudi člani komisij nadzornega sveta, so za delo v komisijah, skladno s sklepom skupščine ali na podlagi določb statuta, plačani z dodatnim plačilom, ki ne sme presegati 80 % plačila za članstvo v nadzornem svetu (Ljubljanska borza, Združenje nadzornikov Slovenije, & Združenje Manager, 2009, str. 12).

Priporoča se, da so celotni prejemki članov nadzornega sveta sestavljeni kot sledi (Združenje članov nadzornih svetov, 2007, str. 21):

- plačilo za opravljanje funkcije (osnovno plačilo za opravljanje funkcije, doplačilo za posebne obveznosti, naloge ali funkcije ter doplačilo zaradi posebnih obveznosti in nalog zaradi objektivnih okoliščin družbe),
- sejnine,
- povračila stroškov in ugodnosti zaradi opravljanje funkcije.

Pri določitvi višine osnovnega plačila za opravljanje funkcije člana nadzornega sveta naj se upoštevajo konkretne okoliščine, kot na primer:

- obseg, zahtevnost in kompleksnost nalog in odgovornosti članov,
- zahtevana strokovnost in aktivnost članov,
- velikost družbe in kompleksnost poslovanja družbe,
- splošne gospodarske razmere, v katerih družba posluje.

3 KAKOVOST NADZORA

Kakovost nadzora, ki ga izvaja nadzorni svet, naj bi vplivala na uspešnost družbe. Značilnost kakovosti nadzora pa je latentnost oz. gre za spremenljivko, ki je ni mogoče neposredno meriti, zato so iz literature razviti naslednji indikatorji, ki jo posredno merijo.

3.1 Velikost nadzornega sveta

Dilema, koliko članov naj šteje nadzorni svet, da bo njegovo delo kakovostno opravljeno, se pojavlja že dlje časa. Čeprav Lipton in Lorsch (v Kose & Lemma, 1998, str. 385) priznavata, da je nadzor bolj intenziven, ko je tudi število članov večje, sta komunikacija med člani in proces odločanja veliko slabša ter počasnejša z več člani. Temu mnenju se je pridružil tudi Jensen (1993, str. 865), ki je trdil, da manjši nadzorni sveti povečujejo uspešnost družbe. Ko število članov presega sedem ali osem ljudi, bo manjša verjetnost, da bodo nadzorniki delovali učinkovito. Yermack (1996, str. 185) pa je celo dokazal negativno povezavo med velikostjo odbora in vrednostjo družbe. Do istega zaključka so prišli tudi de Andres, Azofra in Lopez (2005, str. 208), ki so testirali povezavo med

velikostjo nadzornega sveta in vrednostjo družbe za države članice OECD. Razlogi za to so poleg slabše komunikacije in počasnejšega procesa odločanja tudi manjša motivacija za sodelovanje, so bolj nagnjeni k oblikovanju manjših skupin, koalicij ter imajo večje težave s skladnostjo (Van den Berghe & Levrau, 2004, str. 462).

3.2 Lastništvo

V literaturi se pojavljata dva vidika lastništva, in sicer koncentracija lastništva ter država kot lastnica družb. Študija odnosa med lastniško strukturo in uspešnostjo družbe se je začela že leta 1932, ko sta Berle in Means (v Afshan, Chhetri, & Pradhan, 2011, str. 85) domnevala, da obstaja obratna korelacija med tema dvema spremenljivkama.

V praksi obstajata dva sistema glede na koncentracijo lastništva, in sicer t. i. zunanji ter notranji sistem. Za zunanji sistem velja, da ima razpršeno lastništvo in prevladuje v anglo-ameriških državah. Medtem ko ima notranji sistem koncentrirano lastništvo, kjer ima lahko prevladujoči delež posameznik, družina, finančna institucija ali katerokoli drugo podjetje in je razširjen v kontinentalni Evropi. Glavni agentski problem, ki se pojavlja v zunanjem sistemu, je konflikt interesov med upravo, managerji in razpršenim lastništvom. Na drugi strani ima notranji sistem lastnika s prevladujočim deležem, ki nadzira upravo, managerje. Vendar pa se konflikt interesov zato pojavlja med lastnikom(i) s prevladujočim deležem in manjšinskimi lastniki. Razlike se torej ne pojavljajo samo med stopnjo nadzora, ki ga izvajajo, ampak tudi pri zavezi in zaupanju med deležniki. Za notranji sistem tudi velja, da spodbuja distribuiranje informacij, nudi močno pravno zaščito manjšinskim delničarjem, ima visoko likviden trg kapitala, spodbuja podjetništvo, stroga pravila trgovanja, obstaja večja možnost razpršitve lastništva, ustvarjajo višje donose, spodbujajo kratkoročne cilje in odvrčajo managerje od zasledovanja dolgoročnih ciljev družbe. Glavna slabost zunanjega sistema je agentski problem in angl. *free ride* lastnikov, saj so koristi nadzora porazdeljene med velikim številom lastnikov. Stroške pa v tem primeru nosijo samo tisti, ki nadzor dejansko opravljajo. Za notranji sistem pa velja visoka povezanost družbe z bankami, slabša likvidnost trga kapitala in piramidna struktura. Za piramidno strukturo je značilno, da tisti na vrhu piramide izvajajo nadzor nesorazmerno glede na dejanski delež. Institucionalni investitorji, pokojninski skladi in zavarovalnice imajo manjšo vlogo kot to velja v zunanjem sistemu. Čeprav koncentrirano lastništvo omogoča boljši nadzor in s tem boljšo uspešnost družbe, se pri tem izpostavlja problem pridobivanja zasebnih koristi. Posledica tega je, da se povišajo stroški kapitala, saj manjšinski delničarji zahtevajo dodatno premijo (Becker, Cronqvist, & Fahlenbrach, 2011, str. 908; Damijan, Gregorič, & Prašnikar, 2004, str. 3; Maher & Andersson, 1999, str. 12–25).

Argumenti za državno lastništvo, ki temeljijo na učinkovitosti, izhajajo iz različnih področij (reguliranje naravnih monopolov, poseganje v primeru eksternalij in zagotavljanje javnih dobrin). Najmočnejši argument za državno lastništvo je neuspešnost trga. Zato se v predhodno omenjenih primerih privatizacija težko utemelji. Vendar se na drugi strani

državna podjetja soočajo s težavami, kot so definiranje cilja družbe (v mnogih primerih to ni maksimiranje vrednosti lastniškega premoženja in se spreminja z menjavo oblasti), nagrade managerjev je težko povezati s cilji družbe, poseganje države v poslovanje družbe, kar ima za posledico višje stroške kot koristi, ter državne pomoči neučinkovitim in neuspešnim podjetjem (Megginson & Netter, 2001, str. 328–331). Ecrlich, Gallais-Hamonno, Liu in Lutter (1994, str. 1006) ter Boardman in Vining (1989, str. 26) so potrdili, da imajo državna podjetja na dolgi rok manjše stopnje rasti produktivnosti ter da razlike so v uspešnosti med državnimi in zasebnimi družbami. Rezultati veljajo tudi za delno privatizirane družbe – družbe, v katerih država zadrži določen odstotek lastništva. V teh družbah prihaja poleg že omenjenih tudi do konfliktov med državo in zasebnimi lastniki, kar managerjem omogoča večjo avtonomnost. Na podlagi vseh opisanih slabosti državnega lastništva je le ta redka rešitev (Schleifer, 1998, str. 135).

3.3 Kompetence

McClelland (1973, str. 7–11) se je z objavo članka leta 1973 oddaljil od ostalih ameriških psihologov oz. tradicionalnega pogleda, ki je tedaj prevladoval. McClelland je v nasprotju z ostalimi trdil, da testi inteligentnosti niso dober indikator uspešnosti kariere, in zagovarjal, da bi morali namesto inteligentnosti testirati kompetence. Torej dobro opravljeno delo bo bolj odvisno od izkušenj in sposobnosti oz. veščin kot pa od inteligentnosti. Svoje argumente je podkrepil s trditvami ljudi, ki so zavzemali najvišje položaje na socialni lestvici, da so veščine tiste, ki so jim to omogočile. McClelland v svojem prispevku ni definiral kompetenc in tudi ne primerne testa za merjenje, saj je menil, da je najprej treba analizirati samo delo (model kompetenc) in nato določiti primerne kompetence (npr. komunikacijske veščine).

Številni drugi avtorji pa so opredelili kompetence in med njimi je bolj znan Richard E. Boyatzis. Boyatzis (2008, str. 6) je kompetence definiral kot sposobnosti ali zmožnosti posameznika. Je niz medsebojno povezanih, vendar različnih sklopov vedenj, ki so organizirani okoli osnovnega konstrukta, tj. namena. Vedenje je samo nadomestna pojavnost oblika namena v različnih situacijah. Njegovo razlaganje kompetenc se opira na t. i. kontingenčno teorijo, ki jo prikazuje Slika 1. Največja možna uspešnost posameznika bo dosežena, ko bo njegova zmožnost ali talent skladen z zahtevami dela in organizacijskim okoljem. Pri čemer se za talent posameznika smatrajo njegove vrednote, vizija, osebna filozofija, znanje, življenjska in karierna faza, interesi ter slog.

Slika 1: Kontingenčna teorija kompetenc



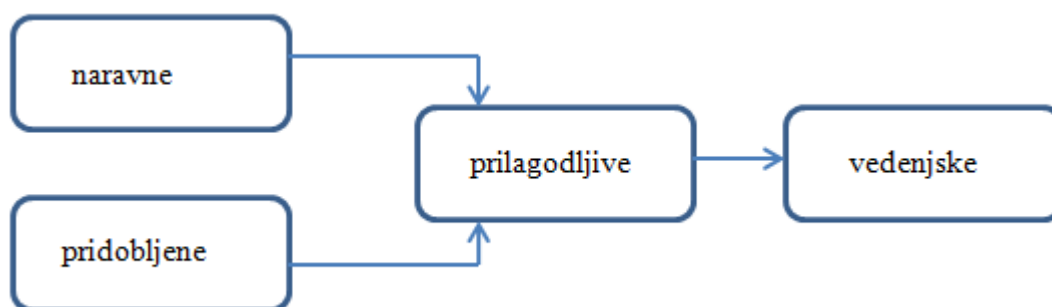
Vir: R. Boyatzis, *Competencies in the 21st century*, 2008, str. 7.

Perrenoud (v Zupan et al., 2009, str. 219) se je osredotočil predvsem na znanje. Kompetence je razumel kot zmožnost posameznika, da aktivira, uporabi in poveže pridobljeno znanje v kompleksnih, raznovrstnih in nepredvidljivih situacijah. Gre za posebno vrsto znanja, ki se ga dobi z odgovori na vprašanja kako in kdo.

Roberts (1997, str. 78) je razdelil kompetence na :

- Naravne oz. prirojene, ki jih posameznik prinese v organizacijo in so zato pomembne predvsem v postopku izbire posameznika za delovno mesto. Prirojenih kompetenc ni mogoče usposobiti ali jih ustvariti.
- Pridobljene, ki jih je mogoče razvijati z izobraževanjem (npr. sposobnost odločanja in komuniciranja).
- Prilagodljive, ki so odločilne, ali bo posameznik svoje naravne in pridobljene kompetence uporabil. Med drugim vključujejo inovativnost, kulturno prilagodljivost, zavzetost za organizacijske cilje, timsko delo in odločanje. So največji vzvod pri krepitvi vedenjskih kompetenc.
- Vedenjske, ki se nanašajo na konkretna ravnanja in delovne dosežke posameznika. Lahko so osnova za oblikovanje ocenjevanja in nagrajevanja posameznika.

Slika 2: Okvir kompetenc



Vir: G. Roberts, *Recruitment and selection: a competency approach*, 1997, str. 72.

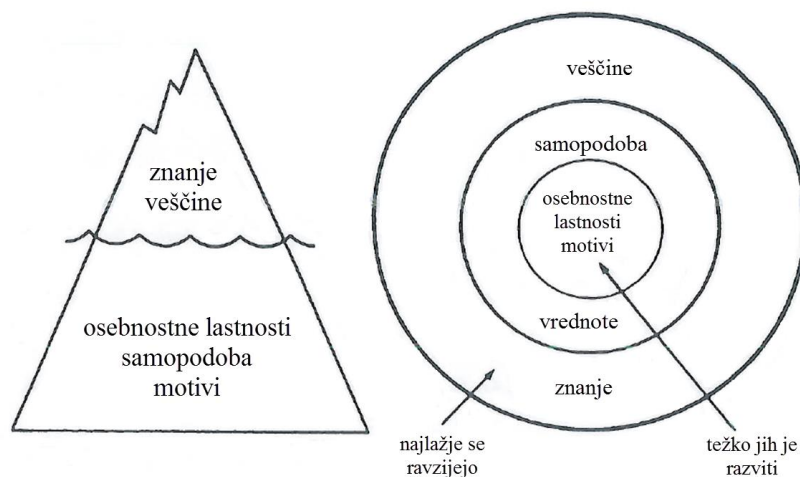
Spencer in Spencer (1993, str. 9) sta izhajala iz McClellandovega pogleda na kompetence. Tako sta kompetence videla kot osnovno značilnost posameznika, ki je vzorčno povezana z učinkovito in/ali superiorno zmogljivostjo na delovnem mestu ali v določeni situaciji. Osnovne značilnosti so:

- Motivi – stvari, o katerih posameznik neprestano razmišlja, ali jih želi, in povzročijo dejanje. Motivi so tisti, ki spodbujajo vedenja.
- Osebnostne lastnosti – fizične značilnosti in usklajeni odzivi na situacije ali informacije.
- Samopodoba (angl. *self concept*) – posameznikova stališča, vrednote in samopodoba. Posameznikove vrednote so odgovori ali reaktivni motivi, ki napovedujejo, kaj bo posameznik kratkoročno naredil in v situacijah, ki jo drugi obvladujejo.
- Znanje – informacije, ki jih ima posameznik za določeno vsebinsko področje. Znanje je kompleksnejša kompetenca. Rezultati testiranja znanja običajno ne napovejo uspešnosti pri delu, ker ne merijo znanj in veščin na način, ki se dejansko uporabljajo pri delu. Večina testov meri spominske sposobnosti, vendar so dejansko pomembne sposobnosti, kako poiskati določeno informacijo. Prav tako testi merijo sposobnost posameznika, da izbere med že navedenimi možnostmi, ne pa, ali lahko posameznik deluje na podlagi znanja, ki ga ima. Ne nazadnje testi napovedujejo samo, kaj posameznik lahko naredi, ne pa tudi, ali bo to dejansko naredil.
- Veščine – sposobnost posameznika, da opravlja določeno fizično ali mentalno nalogo. Mentalne ali kognitivne veščine vključujejo analitično razmišljanje (procesiranje znanja in podatkov, določanje vzroka in posledice, organiziranje podatkov in načrtov) in konceptualno razmišljanje (prepoznavanje vzorcev v obsežnih podatkih).

Osnovne značilnosti sta Spencer in Spencer (1993, str. 11) razdelila na vidne in skrite, kar prikazuje Slika 3 – model ledene gore. Znanje in veščine sta vidni karakteristiki, medtem ko so motivi, osebnostne lastnosti in samopodoba skrite, »globlje« ter osrednje osebnosti. Prav tako sta znanje in veščine kompetenci, ki ju je relativno lahko razviti. Usposabljanje je najučinkovitejši način za doseg le teh. Motivi in osebnostne lastnosti kot osnovni značilnosti modela ledene gore sta kompetenci, ki se ju težje ocenjuje in razvija. Najbolj

stroškovno učinkovita je izbira ustreznih karakteristik. Samopodoba pa je ravno vmes med ostalimi osnovnimi značilnostmi.

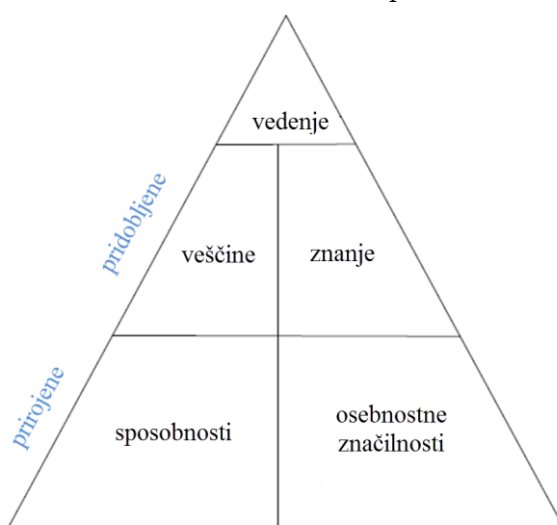
Slika 3: Model ledene gore kompetenc



Vir: L.M. Spencer & S.M. Spencer, *Competence at work: models for superior performance*, 1993, str. 11.

Zelo podobno, kot sta Spencer in Spencer razvila model ledene gore za kompetence, sta Lucia in Lepsinger (1999, str. 6–8) razvila piramido kompetenc, ki jo prikazuje Slika 4. Piramida je tako razdeljena na tri hierarhične dele in dva dela, ki predstavljata, ali je posamezna sestavina kompetence prirojena ali pa se jo lahko pridobi. Temelj piramide tako predstavljajo sposobnosti in osebnostne značilnosti, ki so prirojene, medtem ko lahko veščine in znanje posameznik pridobi v procesu izobraževanja ter izkušenj. Na vrhu pa je vedenje, ki je posledica posameznikovih prirojenih in pridobljenih kompetenc.

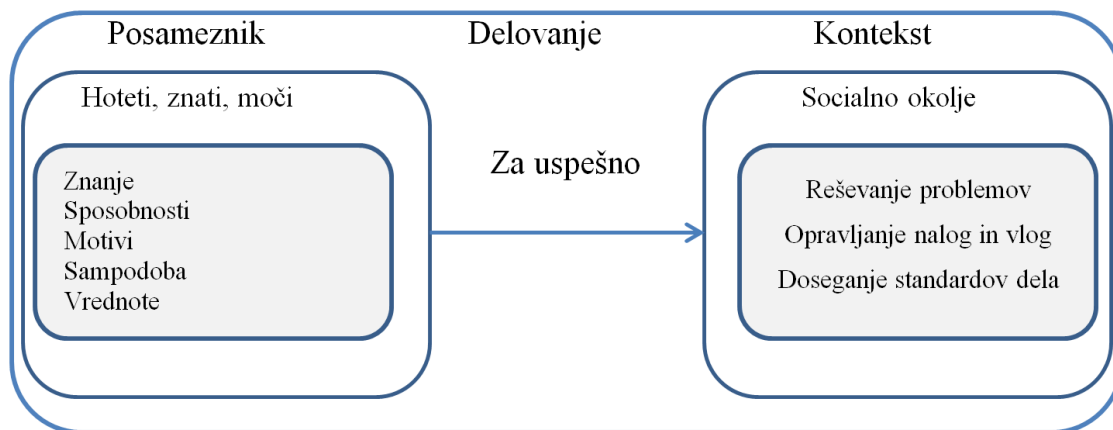
Slika 4: Piramida kompetenc



Vir: A.D. Lucia & R. Lepsinger, *The art and science of competency models: pinpointing critical success factors in organizations*, 1999, str. 7.

Svetlik in sodelavci so se s svojo opredelitvijo kompetenc zelo približali predhodno omenjenim avtorjem. Za slovenske avtorje kompetenca ni le sposobnost uporabe (praktičnega) znanja ali posebno znanje: znanje o uporabi znanja, temveč je več kot to. Gre za celoto med seboj povezanih sposobnosti, znanja, motivacije, samopodobe in vrednot, ki jo posameznik zna, hoče in zmore uspešno uporabiti v dani situaciji. To pomeni, da o kompetentnosti govorimo šele, ko to celoto znanja, sposobnosti, motivov, samopodobe in vrednot posameznika postavimo v okvir socialnega in fizičnega okolja, v katerem ima določeno vlogo ali opravlja določeno nalogo. Standardi in zahteve dane situacije bistveno določajo (ne)kompetentnost posameznika – Slika 5 (Svetlik, Kohont, Gorišek, Rozman, & Lamberger, 2005, str. 33).

Slika 5: Kompetentnost



Vir: A. Kohont, Vloge in kompetence menedžerjev človeških virov v kontekstu internacionalizacije, 2011, str. 71.

Majcenova (2009, str. 47–50) znanje obravnava v treh velikih sklopih: strokovna izobrazba (stopnja in vrsta), delovne izkušnje in funkcionalna znanja. O potrebnih strokovni izobrazbi se odloča glede na vsebino dela ter značilnosti in zahteve delovnega procesa. Na drugi strani je izkušnje mogoče dobiti samo s praktičnim delom. Zahtevnejše delo običajno zahteva več praktičnih izkušenj. Delovnih izkušenj pa ne smemo enačiti z delovnim stažem (delovno dobo), še zlasti zato, ker je sodobno poslovno okolje zelo spremenljivo, kar povzroča, da isti posameznik v svoji delovni karieri večkrat povsem zamenja vsebino dela oz. svoj poklic. Upoštevajo se le tiste izkušnje, ki posamezniku neposredno koristijo pri opravljanju povsem določenega dela oz. ki si jih lahko posameznik nabere pri opravljanju dela s podobno vsebino. Tretja vrsta znanj so funkcionalna znanja. Značilno za funkcionalna znanja je, da so (bolj ali manj) povezana s stopnjo izobrazbe in je njihovo osvajanje močno pogojeno z delovnimi izkušnjami, zato se tudi njihovo pridobivanje navadno organizira v oblikah izobraževanja ob delu (poslovna znanja, organizacijska znanja, računalniška pismenost, znanja vodenja, znanja jezikov, komunikacija ...).

Mnogo avtorjev je na takšen ali drugačen način preučevalo značilnosti kompetenc nadzornih svetov. Med njimi sta tudi Hau in Thum (2009, str. 701–742), ki sta spremljala kompetence članov nadzornih svetov 29 največjih bank v Nemčiji. Da bi izmerila kompetence, sta Hau in Thum oblikovala tri spremenljivke. Spremenljivke so bile izobrazba, finančne izkušnje in managerske izkušnje. Vsaka stopnja višje izobrazbe naj bi omogočala boljše opravljanje nadzorstvene funkcije, saj imajo člani poglobljeno znanje in večjo sposobnost za abstraktno ekonomsko razmišljanje. Njuni spremenljivki za izkušnje pa sta prilagojeni za panogo bančništvo. Glede na predhodno opredelitev kompetenc sta Hau in Thum po Spencer in Spencer (1993) proučevala vidne kompetence, po Lucii in Lepsingerju (1999) pa pridobljene kompetence. Njune končne ugotovitve so bile, da so člani nadzornega sveta bolj kompetentni v bankah, ki so v zasebni lasti, kot so člani v bankah, ki so v državni lasti. Razliko v kompetencah sta pripisala dejstvu, da politika imenuje svoje člane, ki imajo manj izkušenj. Prav tako sta potrdila, da so izgube v bankah povezane z (ne)kompetentnostjo članov nadzornih svetov.

Košak, Lončarski in Slapničar (2010, str. 29–38) so izvedli podobno raziskavo, in sicer se je nanašala na korporativno upravljanje v slovenskem bančnem sektorju. Uporabili so iste spremenljivke za kompetence nadzornih svetov ter revizijskih komisij, kot sta jih Hau in Thum. Z raziskavo so ugotovili, da so člani nadzornega sveta in revizijskih komisij visoko kvalificirani ter kompetentni. Člani nadzornih svetov bank so stari med 41 in 55 let, kar 81,4 % ima izobrazbo s področja ekonomije oz. poslovnih ved in večina jih ima predhodne izkušnje z bančnim sektorjem. Prav tako se je 50 % vprašanih članov nadzornega sveta izobraževalo za pridobitev oz. izboljšanje veščin, ki so potrebne za nadzor nad bankami.

Med drugimi, ki so poudarjali pomembnost znanja oz. izobrazbe in izkušenj, so tudi Roberts, McNulty in Stiles (2005, str. 20), Fairchild in Li (2005, str. 277), Forbes in Milliken (1999, str. 495) ter Charan (v Zattoni & Cuomo, 2010, str. 66), saj naj bi le te pomembno vplivale na kakovost dela nadzornih svetov. Funkcionalno znanje in znanje o podjetju, ki ga nadzorujejo člani nadzornega sveta, sta vidika, ki najbolj vplivata na kakovost nadzora. Funkcionalno znanje o računovodstvu, financah, trženju in drugih vidikih poslov jim omogoča na inovativen ter kreativen način reševati probleme, s katerimi se srečujejo pri svojem delu. Aktivno delo nadzornega sveta namreč zajema analiziranje informacij, ki jih pripravi uprava družbe, in iskanje dodatnih informacij za svetovanje upravi. Fairchild in Li (2005, str. 260) sta med drugim dokazala, da so člani nadzornega sveta, ki so hkrati člani uprave v drugi družbi, bolj uspešni pri svojem delu.

Za kakovostno delo nadzornih svetov so pomembne tudi izkušnje iz panoge, v kateri deluje družba, ki jo nadzorujejo. V ospredje prihajajo tovrstne izkušnje, ko nadzorniki svetujejo upravi (Papakonstantinou, 2010, str. 1; von Meyerinck, Oesch & Schmid, 2012, str. 2), kar pa ne velja za finančne izkušnje. Güner, Malmendier in Tate (2008, str. 324) niso dokazali, da finančne izkušnje nadzornika oz. boljše poznavanje računovodskih standardov vpliva na

boljši nadzor. Vsekakor pa strokovnjak s finančnimi izkušnjami vpliva na boljše delovanje revizijske komisije.

3.4 Neodvisnost

Pomembna lastnost nadzornikov, ki prav tako vpliva na njihovo delo, je neodvisnost. Številni raziskovalci močno poudarjajo neodvisnost članov nadzornega sveta kot pomemben del dobrega korporativnega upravljanja, s katerimi se rešuje agentski problem in maksimira vrednost delničarjevega premoženja (Fama, 1980, str. 289). Enovitega dogovora o lastnosti neodvisnosti, oz. kaj ta pravzaprav zajema, ni (Brudney, 1982, str. 599). V ožjem pomenu je neodvisen nadzornik tisti, ki nima nobenega poslovnega ali družinskega odnosa z upravo družbe. V širšem pomenu pa je neodvisen nadzornik tisti, ki nima nobenega poslovnega ali družinskega odnosa s kakršnimkoli subjektom, ki bi lahko vplival na njegovo odgovornost (Borowski, 1984, str. 460; Brudney, 1982, str. 600). Higgsovo poročilo (Higgs, 2003, str. 37) se približuje predhodno omenjenima pogledoma na neodvisnost. Nadzornik je neodvisen takrat, ko nadzorni svet kot celota določi, da je nadzornik neodvisen tako v značaju kot v presoji in da ni nobenega odnosa ali okoliščin, ki bi lahko vplivali na njegovo presojo. Tako se za neodvisne na primer ne štejejo zaposleni, večji delničarji in bližnji družinski člani uprave.

Na kakšen način se kaže neodvisnost pri vsakdanjem delu nadzornikov, dobro opisujejo Roberts et al. (2005, str. 15–17). Neodvisnost je sposobnost nadzornika videti stvari drugače oz. z druge perspektive. Izkušnje, ki jih je nadzornik pridobil drugje, mu omogočajo, da vidi poslovanje in načrte družbe drugače kot uprava. Pri tem ohrani neodvisno mišljenje pri podpori uprave. Poudarjajo, da mora biti uprava povsem odprta do nadzornega sveta, saj se le tako ustvarja zaupanje. Vključenost nadzornikov na takšen način vpliva na kakovost odločitev uprave in kakršnekoli pomanjkljivosti, slabosti uprave so nadzornemu svetu hitro vidne. Z zagotovitvijo, da je večina članov nadzornega sveta neodvisnih, se na sestankih zmanjšuje možnost tveganja skupinskega mišljenja (McCabe & Nowak, 2008, str. 545).

Rezultati merjenja vpliva, ki ga ima neodvisnost nadzornega sveta na finančno uspešnost družbe, so mešani. Mura (2007, str. 81), O'Connell in Cramer (2010, str. 387) ter Pearce II in Zahra (1992, str. 411) so dokazali pozitiven vpliv na finančno uspešnost družbe. Medtem ko so Bhagat in Black (2002, str. 231), Dulewicz in Herbert (2004, str. 263) ter Hermalin in Weisbach (1991, str. 111) dokazali ravno nasprotno. Med finančno uspešnostjo družbe in neodvisnostjo nadzornega sveta ni nobene povezave. Do mešanih rezultatov prihaja, kot opozarjata Hermalin in Weisbach (2003, str. 12), zaradi t. i. endogenosti. Po njunem mnenju slabši finančni rezultati družbe povzročijo večji delež neodvisnih nadzornikov.

3.5 Intenzivnost dela

Intenzivnost dela, predstavlja jo število sestankov in srečanj nadzornega sveta, je eden od ukrepov, ki prispeva k boljšemu korporativnemu upravljanju, ki se ga da spremljati in je viden. Sestanki so prav tista osnova, ki omogoča nadzornemu svetu pridobivanje informacij in sodelovanje pri odločanju. Običajno kodeksi korporativnega upravljanja ne predpisujejo oz. ne priporočajo pogostost sestankov in kdaj naj bi le ti potekali, zato je odločitev o tem popolnoma v domeni nadzornega sveta. Vendar pa je število sestankov pozitivno korelirano s plačilom članom nadzornega sveta, zato so ti spodbujeni, da se jih udeležujejo (Hahn & Lasfer, 2007, str. 2–4).

Nadzorniki, ki nadzorujejo in svetujejo, naj bi bolje opravljali svoje naloge v skladu z delničarjevimi interesi, če se dobivajo pogosteje. Povezavo pa je po organizacijski teoriji mogoče zaslediti tudi z velikostjo nadzornega sveta. Večji, kot je nadzorni svet, več časa potrebuje za sprejetje odločitve. Pomembno vlogo igrajo tudi komisije nadzornega sveta, saj nadzorni svet nekatere naloge prenese nanje. Ne nazadnje pa na intenzivnost vpliva tudi velikost družbe. Večje družbe poslujejo v okolju z bolj kompleksnimi informacijami in za sprejetje takšnih odločitev je potrebnega več časa. Zato bo intenzivnost naraščala z velikostjo družbe. Vafeas (1999, str. 115, 140) ugotavlja, da obstaja obratna sorazmernost med uspešnostjo družbe in intenzivnostjo. Slabše kot bo poslovne rezultate dosegala družba, večja bo intenzivnost nadzornih svetov. Kar je posledica tega, da so ti bolj reaktivni kot proaktivni. Druga njegova ugotovitev je, da se bodo večji nadzorni sveti z ustanovljenimi več komisijami sestajali pogosteje. Do enakega zaključka sta prišla tudi Brick in Chidambaran (2010, str. 534). Dodatni rezultati njunega dela pa so tudi, da se intenzivnost poveča v primeru prevzemov in v primeru popravljanja računovodskih izkazov.

3.6 Komisije

Nadzorni svet glede na raznolike odgovornosti, ki jih ima, prenese del teh na revizijsko in druge komisije, ki jih za ta namen ustanovi. Revizijska komisija je bistvenega pomena za poročanje družbe. Njena primarna odgovornost je namreč, da v imenu nadzornega sveta nadzoruje finančno poročanje družbe, ugotavlja, kakšno je delovanje notranjih kontrol in opravlja t. i. revizijske aktivnosti (npr. predlog za imenovanje revizorja računovodskih izkazov, določanje zneska za opravljanje storitev in drugo). Učinkovita revizijska komisija ima kvalificirane člane, vpliv in sredstva za zaščito delničarjevih interesov. Tako se izpostavljajo štirje elementi za njeno učinkovito delo. Te so sestava revizijske komisije (izkušnje, neodvisnost, integriteta in objektivnost), vpliv (odgovornost in vpliv), viri za delo (ustrezno število članov komisije, dostop do uprave, zunanji in notranji revizorji) in skrbnost (nagrajevanje, motivacija in vztrajnost). Omejitve, ki se pojavljajo v zvezi z revizijsko komisijo, so: velika količina kompleksnih in omejenih informacij, ki jih pridobijo iz druge roke, sestanki so periodično ter komisija slabše pozna poslovanje,

kontrole in poročanje kot uprava (DeZoort, Hermanson, Archambeault, & Reed, 2002, 38–40; PriceWaterHouseCoopers, 2003, str. 4–6). Poleg revizijske komisije sta najpogostejše ustanovljeni še dve, in sicer komisija za imenovanje ter kadrovska komisija. Laing in Weir (1999, str. 461) sta za Veliko Britanijo dokazala pozitivno povezavo med uspešnostjo družbe ter prisotnostjo revizijske in kadrovske komisije, kar kaže na učinkovitost ustanovljenih komisij. Podobno je testiral tudi Klein (2002, str. 398), ki je ugotovil, da se s prisotnostjo revizijske komisije zmanjšuje napihnenost časovnih razmejitev. Turley in Zaman (2004, str. 318) sta s pregledom znanstvene literature prišla do sklepa, da prisotnost revizijske komisije izboljšuje finančno poročanje družbe (manj je popravkov računovodskih izkazov za nazaj in manjša manipulacija dobička v primeru ustanovitve revizijske komisije).

3.7 Stabilnost

Zelo malo raziskav je narejenih na temo povezava stabilnosti in uspešnosti družbe. Gispert (1998, str. 517) je preučeval stabilnost nadzornega sveta in uspešnost španskih javnih družb. Ugotovil je, da med tema dvema spremenljivkama obstaja negativna povezava in da je povezava slabša v primeru visoke koncentracije lastništva. Slaba uspešnost družbe bo imela za posledico zamenjave članov nadzornega sveta. In sicer bodo lastniki dobili informacijo o uspešnosti družbe, s tem izgubili zaupanje v člane in jih zato zamenjajo. Namreč, pomembna naloga nadzornega sveta je nadzor uspešnosti družbe in slaba uspešnost družbe pomeni, da nadzorni svet ni opravil svoje naloge, kar je razlog za zamenjavo. Easterwood, Ince in Raheja (2012, str. 728) so prav tako opravili raziskavo. Zaključili so, da imajo družbe s slabšo uspešnostjo večjo nestabilnost nadzornih svetov in pogostejše zamenjave članov, kar se kaže kot odgovor na pretese, s katerimi se soočajo družbe. Zato kasneje počasneje okrevajo.

3.8 Samoocenjevanje

Večina kodeksov korporativnega upravljanja za nadzorni svet priporoča njegovo ocenjevanje. Namen samoocenjevanja nadzornega sveta je identificiranje njegovih prednosti in slabosti. Hkrati se pojasni tudi vloga in odgovornosti, ki jih imajo posamezni člani ter nadzorni svet kot celota. S samim procesom samoocenjevanja se pokaže, kaj se pričakuje od njih, da bi se kakovost dela izboljšala. Izboljša se tudi potek sestankov, člani pridobijo boljše informacije in imajo večji vpliv v družbi (Conger, Finegold, & Lawler III, 1998, str. 138).

Samoocenjevanje med drugim ni namenjeno samo članom nadzornega sveta, ki tako izboljšajo delovno strukturo in proces odločanja, temveč tudi notranjim (običajno so to uprava in zaposleni) in zunanjim deležnikom (lastniki družbe, regulatorni organi, sindikati in lokalna skupnost). S tem ko nadzorni svet sporoči delne ali celotne rezultate samoocenjevanja vsem omenjenim, daje sporočilo, da se korporativno upravljanje izvaja

odgovorno. Sam sistem ocenjevanja mora dati odgovore na naslednja vprašanja, kdo bo izvedel samoocenjevanje (nadzorni svet sam ali zunanji izvajalec), kakšna je vsebina samoocenjevanja, komu je samoocenjevanje predvsem namenjeno in kako ga izvesti (vprašalnik, intervjuji, opazovanje, primerjalna presoja angl. *benchmarking*...) (Minichilli, Gabrielsson, & Huse, 2007, 611–612). Kiel in Nicholson (2005, str. 615–616) trdita, da se s pravilno izvedbo samoocenjevanja pokažejo številne koristi. Najpomembnejša korist je ta, da lahko pomembno izboljša uspešnost na treh nivojih, in sicer uspešnost družbe, nadzornega sveta in posameznega člana. Za uspešnost družbe omenjata naslednje koristi, in sicer samoocenjevanje vzpostavlja organizacijsko kulturo, ki je usmerjena k uspešnosti, nudi vzgled upravi, jasna delitev vlog in odgovornosti ter boljši odnosi z deležniki.

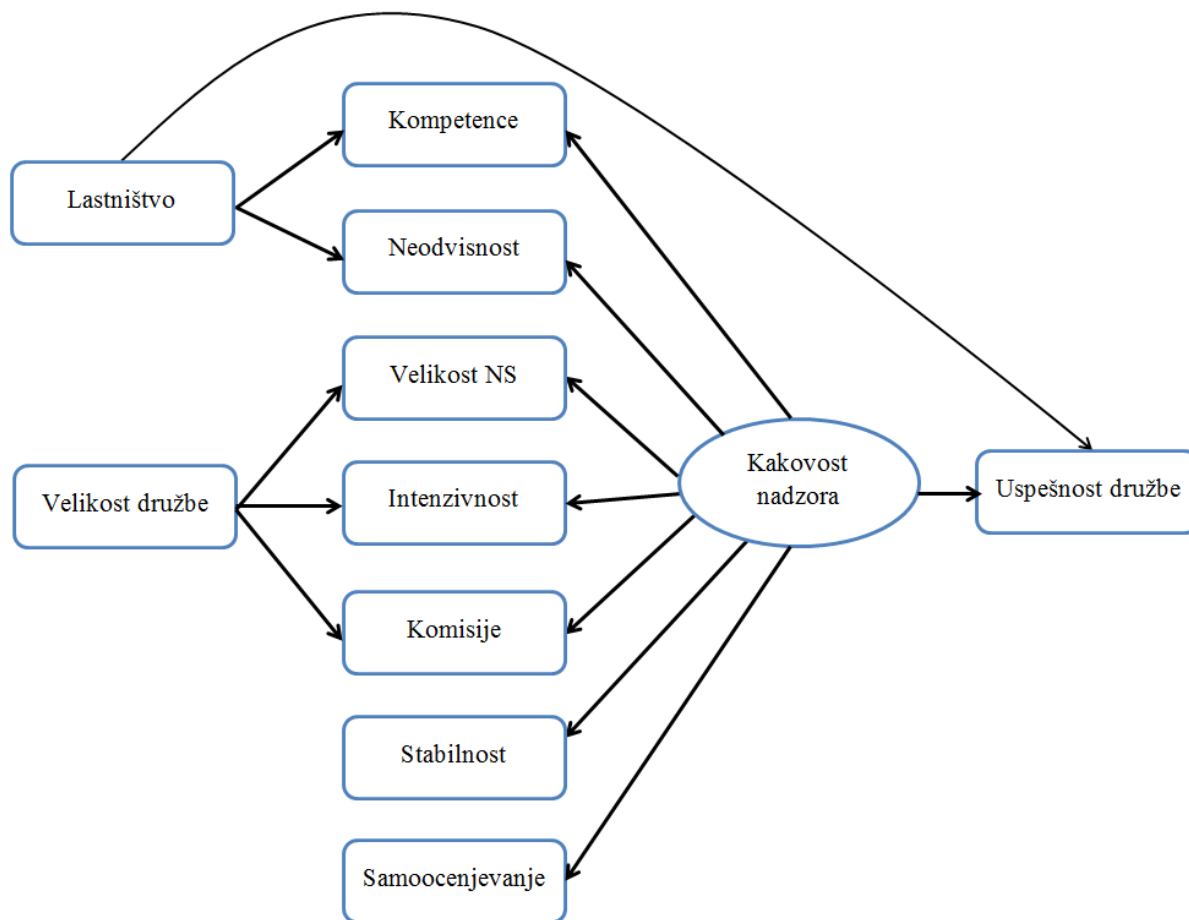
4 POVEZANOST KAKOVOSTI NADZORA, PLAČIL NADZORNIM SVETOM IN USPEŠNOSTI SLOVENSКИH JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB V OBDOBJU 2009–2012

4.1 Strukturni model in hipoteze

Namen magistrskega dela in hkrati tudi cilj empirične raziskave je preveriti tri vsebinsko med seboj povezane sklope. Prvi sklop predstavlja ugotovitev, kakšen vpliv ima kakovost nadzora na uspešnost slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2009–2012. Kakovost nadzora (delovanje nadzornega sveta) je latentna spremenljivka, kar pomeni, da je ni mogoče meriti, opazovati neposredno. Po pregledu znanstvene literature ter slovenske zakonodaje in priporočil, predstavljenih v poglavju 2 in 3, sem oblikovala indikatorje, ki določajo kakovost nadzora, kar prikazuje Slika 6. Drugi sklop je povezan s prvim, saj preverja, kaj vpliva na indikatorje kakovosti nadzora. Zadnji, tretji sklop je analiza povezav prejemkov nadzornega sveta ter del indikatorjev kakovosti nadzora in dodatnih, kontrolnih spremenljivk. Na podlagi predstavljenih treh sklopov, ki temeljijo na predhodnih teoretičnih poglavjih, so bile razvite v nadaljevanju predstavljene hipoteze.

Kakovost nadzora ni homogen, ampak divergenten konstrukt, sestavljen iz različnih predstavljenih komponent. Zato tudi strukturni model na Sliki 6 ne omogoča enotnega konstrukta, pač pa je vsak indikator kakovosti nadzora v povezavi z uspešnostjo treba preizkušati posebej. Glavna hipoteza je tako Hipoteza 1.

Slika 6: Strukturni model kakovosti nadzora in uspešnosti



Hipoteza 1: Kakovost nadzora družbe pozitivno vpliva na njeno uspešnost. Višja kot je kakovost nadzora, bolj uspešno bo družba poslovala.

V nadaljevanju pa postavljam hipoteze za vsak indikator kakovosti nadzora posebej:

H1a: Kompetence članov nadzornega sveta pozitivno vplivajo na uspešnost družbe.

H1b: Neodvisnost članov nadzornega sveta pozitivno vpliva na uspešnost družbe.

H1c: Velikost nadzornega sveta negativno vpliva na uspešnost družbe.

H1d: Intenzivnost nadzora pozitivno vpliva na uspešnost družbe.

H1e: Število komisij nadzornega sveta pozitivno vpliva na uspešnost družbe.

H1f: Stabilnost nadzornega sveta pozitivno vpliva na uspešnost družbe.

H1g: Samoocenjevanje nadzornega sveta pozitivno vpliva na uspešnost družbe.

Preverila bom še vpliv kontrolne spremenljivke na uspešnost družbe:

H1i: Koncentracija lastništva negativno vpliva na uspešnost družbe. Višja kot je koncentracija lastništva, manjša je uspešnost družbe.

Dodatni, kontrolni spremenljivki vplivata na indikatorje kakovosti nadzora.

H2a: Državno lastništvo negativno vpliva na kompetence članov nadzornega sveta.

H2b: Državno lastništvo negativno vpliva na neodvisnost članov nadzornega sveta.

H2c: Koncentracija lastništva negativno vpliva na neodvisnost članov nadzornega sveta.

H2d: Velikost družbe pozitivno vpliva na število članov nadzornega sveta.

H2e: Velikost družbe pozitivno vpliva na intenzivnost nadzora.

H2f: Velikost družbe pozitivno vpliva na število komisij nadzornega sveta.

V nadaljevanju postavljam hipoteze za preverbo povezanosti med kakovostjo nadzora in prejemi nadzornikov.

H3a: Kompetence članov nadzornega sveta pozitivno vplivajo na njihove prejeme.

H3b: Velikost družbe pozitivno vpliva na prejeme članov nadzornega sveta.

H3c: Intenzivnost nadzora pozitivno vpliva na prejeme članov nadzornega sveta.

H3d: Uspešnost družbe ne vpliva na prejeme članov nadzornega sveta.

4.2 Opis vzorca in viri podatkov

V vzorec so zajete slovenske javne delniške družbe, katerih vrednostni papirji so kotirali na Ljubljanski borzi na dan 31.12.2013, za obdobje od leta 2009 do leta 2012. Konec leta 2013 je bilo takih družb 58. V nadaljevanju so iz vzorca izvzete tri družbe (Datalab tehnologije, Inles in Plama Pur), ki imajo upravni odbor in enotni sistem upravljanja, ter 18 finančnih, investicijskih družb, katerih izključna ali pretežna dejavnost je pridobivanje kapitalskih deležev. Izločene so zaradi težje primerljivosti z nefinančnimi družbami. Naknadno pa je bila iz vzorca izvzeta tudi družba Javor Pivka, saj je v postopku likvidacije. Skupno je tako v vzorcu 36 družb iz prve, standardne in vstopne kotacije, ki jih prikazuje Tabela 1.

Tabela 1: Seznam družb v vzorcu

Abanka	Istrabenz	Probanka
Aerodrom Ljubljana	Nova KBM	Zdravilišče Rogaška
Alpetour	Krka	Salus
Cetis	Luka Koper	Sava
Cinkarna Celje	Mlinotest	Terme Čatež
Delo prodaja	Mercator	Tekstina
Grand hotel Union	Melamin	Telekom Slovenije
Gorenje	Kompas MTS	Unior
Gea	Nama	Velana
Helios	Petrol	Terme Dobrna
Letrika	Pivovarna Laško	Žito
Intereuropa	Pozavarovalnica Sava	Zavarovalnica Triglav

Vir podatkov za analizo so predvsem javno objavljena letna poročila družb in njihove spletne strani. Seznam je na voljo v Prilogi 1. Ker v času zbiranja podatkov le teh ni bilo na voljo za leto 2013, so zadnji razpoložljivi podatki za leto 2012. Podatke za prejeme nadzornih svetov omenjenih družb sem pridobila z že izdelano bazo Združenja nadzornikov, ki je bila osnova za Raziskavo o prejemkih uprav in nadzornih svetov javnih delniških družb v Sloveniji v obdobju 2010-2012 – primerjava z obdobjem 2007-2009 (Slapničar, Prijović, & Novak, 2013). Kompetence, kot eden od glavnih indikatorjev kakovosti nadzora, v številnih primerih niso razkrite, saj ni na voljo javno objavljenih informacij. Družbe, ki tega ne razkrivajo, so bile pozvane k izpolnitvi vprašalnika. Vprašalnik je bil 17 družbam distribuiran preko Združenja nadzornikov Slovenije, ki ima kontaktne podatke o sekretarjih oz. drugih primernih osebah za izpolnitev vprašalnika. Odzivnost je bila zelo nizka, saj so vprašalnik izpolnile le tri družbe (18 % odzivnost), kar pomeni, da družbe namenoma ne želijo razkrivati kompetentnosti nadzornikov. Kljub temu, da družbe kotirajo na borzi, so nekatere še vedno zaprte, netransparentne. Gre predvsem za družbe iz vstopne kotacije, za katere je značilno, da so manjše in z visoko koncentracijo lastništva. Razlike med družbami, ki razkrivajo kompetence svojih nadzornikov, in družbami, ki jih ne razkrivajo, se nahajajo v Prilogi 5.

4.3 Opis konceptov in spremenljivk

Velikost družbe – je določena s tremi spremenljivkami, in sicer knjigovodska vrednost sredstev na dan izkaza finančnega položaja (bilance stanja), prihodki v poslovnem letu in število zaposlenih. Samo ena spremenljivka namreč ni dovolj, da bi se lahko določila velikost družbe. S pomočjo metode soodvisnosti – metode glavnih komponent, katere izračun se nahaja v Prilogi 4, je bila nato iz treh spremenljivk oblikovana ena sama, ki predstavlja velikost družbe. Namen metode glavnih komponent je prav skrčenje količine podatkov in razlaga vsebine proučevanega pojava (Rovan, 2011, str. 1).

Velikost nadzornega sveta – je izmerjena s številom članov na dan 31. 12. v posameznem letu.

Kompetence – so seštevke dveh spremenljivk, in sicer izobrazbe ter izkušenj. Namreč le ti dve vrsti kompetenc je mogoče pridobiti iz letnih poročil in javno objavljenih informacij. Po Spencer in Spencer (1993, str. 11) gre za t. i. vidne kompetence oz. po Robertsu (1997, str. 72) ter Lucii in Lepsingerju (1999, str. 7) za pridobljene kompetence. Takšne kompetence so po njihovem mnenju različne vrste znanja (med drugim tudi formalna izobrazba) in veščine, ki jih v primeru nadzornega sveta člani pridobijo z izkušnjami. Indeks kompetenc ima lahko maksimalno vrednost 8.

- (i) **Izobrazba** – je ena od kompetenc in predstavlja formalno izobrazbo, pridobljeno v okviru šolskih institucij. Izobrazba se deli na srednješolsko, univerzitetno, pridobljeni magisterij in doktorat. Vsak član nadzornega sveta je dobil določeno število točk glede stopnjo izobrazbe. Srednješolska izobrazba predstavlja 1 točko, univerzitetna 2 točki, magisterij 3 in doktorat 4 točke. Da bi lahko posamezne družbe med seboj primerjali, je izračunana povprečna izobrazba nadzornega sveta posamezne družbe. Tako ima lahko nadzorni svet kot celota minimalno 1 točko in maksimalno število točk 4 v primeru, ko bi bili vsi člani nadzornega sveta doktorji znanosti.
- (ii) **Izkušnje** – predstavljajo tiste, ki so pomembne z vidika dela, ki ga opravlja nadzorni svet. Na podlagi znanstvenih člankov in literature, opisanih v poglavju 3.3 magistrskega dela, sem merila štiri vrste izkušenj:
- koliko članov nadzornega sveta ima izkušnje iz istega sektorja, panoge kot je nadzorovana družba,
 - koliko članov nadzornega sveta ima (pretekle) izkušnje iz zaposlitve v družbi, ki jo nadzirajo,
 - koliko članov nadzornega sveta ima izkušnje kot član uprave v drugi družbi,
 - koliko članov nadzornega sveta ima izkušnje iz dela v nadzornih svetih v drugih družbah.

Vsakemu članu nadzornega sveta so bile pripisane točke glede na to, ali je bil odgovor pritrdilen na predhodno omenjena vprašanja. Tako je posamezen član lahko dobil minimalno 0 točk in maksimalno 4 točke. Da bi lahko posamezne družbe med seboj primerjali tako kot za izobrazbo, je izračunana povprečna vrednost izkušenj nadzornega sveta kot celote. Maksimalna vrednost izkušenj je tako lahko 4.

Neodvisnost – je merjena na podlagi kriterijev, ki jih določajo Priporočila in so predstavljena v poglavju 2.4 magistrskega dela z naslovom Neodvisnost članov

nadzornega sveta. Kadar je član neodvisen po kriterijih, se mu pripiše 1 in 0 kadar je odvisen. Najboljši vidik neodvisnosti nadzornikov je njihova zaposlenost v drugi oz. isti družbi, ki je zapisana v njihovih življenjepisih v letnih poročilih ali na spletni strani družbe. Na koncu je izračunano povprečje za nadzorni svet kot celoto in s tem maksimalna možna vrednost neodvisnosti 1.

Intenzivnost – je izmerjena s številom sej nadzornega sveta v posameznem letu.

Komisije – so spremenljivka, ki ima lahko maksimalno vrednost 4 in je sestavljena iz števila komisij. ZGD-1 za družbe, s katerimi vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu, predpisuje oblikovanje revizijske komisije. Kodeks pa poleg revizijske komisije priporoča oblikovanje še kadrovske komisije in komisije za imenovanja. Vsaka družba se lahko odloči še za oblikovanje kakršnekoli druge komisije oz. komisij.

Stabilnost – je v posameznem letu dihotomna spremenljivka, saj ima v primeru stabilnosti vrednost 1 in v primeru nestabilnosti 0. Kriterij za nestabilnost je v primeru, kadar je v posameznem letu odstopil član nadzornega sveta ali pa je bil član oz. več članov odpoklicanih s strani lastnikov. V primeru poteka mandata nadzornemu svetu se je le to štelo za stabilno.

Samoocenjevanje – je prav tako dihotomna spremenljivka, pri čemer posamezna družba dobi vrednost 1, kadar v posameznem letu nadzorni svet opravi oceno svojega dela, in 0, če oceni ni opravil.

Državno lastništvo – predstavlja delež lastništva, ki ga imata KAD in SOD v posamezni družbi. V primeru Aerodroma Ljubljana ga ima neposredno tudi država.

Koncentracija lastništva – predstavlja delež lastništva, ki ga imajo trije in pet največjih delničarjev v posameznem letu na dan 31. 12.

Uspešnost družbe – je merjena s tremi različnimi računovodskimi kazalci, in sicer kot dobičkonosnost kapitala, dobičkonosnost sredstev in profitna marža. Dobičkonosnost kapitala (enačba 1) je s stališča lastnikov najpomembnejši in eden najpogostejše uporabljenih kazalnikov. Pojasnjuje, kako uspešno posloводство 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 v financiranju družbe zahtevajo določen donos, prilagojen za tveganje. Če posloводство ne zmore zagotavljati zahtevanega donosa, potem ne uresničuje cilja lastnikov. Dobičkonosnost sredstev (enačba 2) kaže, kako uspešno je posloводство pri upravljanju sredstev. Pove, koliko dobička podjetje zasluži z obstoječimi sredstvi. Profitna marža (enačba 3) pove, koliko dobička je bilo doseženega s prihodki (Slapničar, b. l., str. 5–7).

$$ROE = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{povprečni kapital}} \quad (1)$$

$$ROA = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{povprečna sredstva}} \quad (2)$$

$$\text{profitna marža} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{prihodki}} \quad (3)$$

Prejemki nadzornega sveta – so po Priporočilih (Združenje članov nadzornih svetov, 2007, str. 21) sestavljeni iz treh vrst: plačilo za opravljanje funkcije, sejnine in povračila stroškov. Vse družbe ne objavljajo omenjene razčlenitve prejemkov in povračila stroškov predstavljajo manj kot 5 % vseh prejemkov nadzornega sveta (Slapničar et al., 2013, str. 25), zato so prejemki v analizi sestavljeni iz vseh treh vrst. Prejemki nadzornega sveta kot celota so močno odvisni od velikosti nadzornega sveta in s tem je onemogočena primerljivost med posameznimi družbami. Primerljivost omogoča izračun prejemkov na posameznega člana nadzornega sveta.

4.4 Metoda

Analiza magistrskega dela se nanaša na opazovanje družb v štiriletnem obdobju. Gre za t. i. longitudinalno opazovanje ali časovno vrsto (angl. *cross section, time-series data*), ko spremljamo posamezne spremenljivke za proučevane enote v času (Gujarati & Porter, 2009, str. 591). V tem primeru je primerna uporaba panelne regresije, ki ima za preverjanje hipotez na voljo dve možnosti, in sicer model s stalnimi učinki (angl. *fixed effects*) in model s slučajnimi učinki (angl. *random effects*). Razlika med obema modeloma je v predpostavki, ali so individualni učinki povezani z neodvisnimi spremenljivkami. Model s stalnimi učinki predpostavlja, da razlike med proučevanimi enotami vplivajo na neodvisne spremenljivke, in proučuje spremembe za opazovano enoto, katere vzrok za le te ni časovna karakteristika. Nasprotno model s slučajnimi spremenljivkami predpostavlja, da so razlike med opazovanimi enotami slučajne in nepovezane z neodvisnimi spremenljivkami ter da omenjene razlike vplivajo na odvisno spremenljivko. Za določitev, kateri model je primeren za posamezno analizo podatkov, je treba uporabiti Hausmanov test. Hausmanov test predpostavlja ničelno hipotezo, da je za uporabo primernejši model s slučajnimi učinki, in alternativno hipotezo, da je primernejši za uporabo model s stalnimi učinki (Torres-Reyna, b. l., str. 1–40). Program, ki podpira testiranje hipotez za panelno regresijo in izvedbo Hausmanovega testa, je STATA, kjer sem vse izračune opravila. Zapisana regresijska enačba in posamezni deli v enačbi (4) so sledeči:

$$Y_{it} = \alpha + \beta KOMP_{it} + \beta NEOD_{it} + \beta VEL_{it} + \beta INT_{it} + \beta KOM_{it} + \beta STAB_{it} + \beta OCEN_{it} + \varepsilon \quad (4)$$

i – proučevana enota

t – leto

Y – odvisna spremenljivka: uspešnost družbe merjena s tremi računovodskimi kazalci (ROE, ROA in profitna marža)

α – regresijska konstanta

β – regresijski koeficienti za vsako neodvisno spremenljivko

ε – napaka

4.5 Opisna statistika

V nadaljevanju so predstavljeni rezultati primerjave in časovnega gibanja sprememb, nastalih v obdobju 2009–2012 za vse indikatorje kakovosti nadzora. Pri tem sem družbe razdelila glede na borzno kotacijo, v katero se uvrščajo. S tem sem preverila ali obstajajo statistično značilne razlike med prvo, standardno in vstopno kotacijo za povprečne vrednosti štirih let glede na posamezno spremenljivko. Statistično značilne razlike o enakosti aritmetičnih sredin sem za tri neodvisne skupine preverila z analizo variance (ANOVA) v statističnem paketu SPSS (Rovan & Turk, 2008, str. 172).

4.5.1 Velikost družb

Po vseh treh kriterijih za velikost družbe so statistično značilne razlike med borznimi kotacijami. Največje družbe so v prvi borzni kotaciji in najmanjše v vstopni kotaciji. Po 55. členu ZGD-1 so vse družbe glede na navedeno povprečje vseh štirih let v Tabeli 2 velike družbe. Število družb med borznimi kotacijami pa je približno enako porazdeljeno.

Tabela 2: Velikost družb glede na borzno kotacijo

		Število družb	Aritmetična sredina	F test	Stopnja značilnosti
Sredstva	Prva	10	1.854.279.935	7,166	0,003
	Standardna	13	565.561.801		
	Vstopna	13	157.086.160		
	Skupaj	36	776.033.968		
Prihodki	Prva	10	1.137.748.740	12,183	0,000
	Standardna	13	163.145.912		
	Vstopna	13	56.648.577		
	Skupaj	36	395.411.549		
Število zaposlenih	Prva	10	6.405	8,994	0,001
	Standardna	13	1.167		
	Vstopna	13	438		
	Skupaj	36	2.359		

4.5.2 Velikost nadzornih svetov

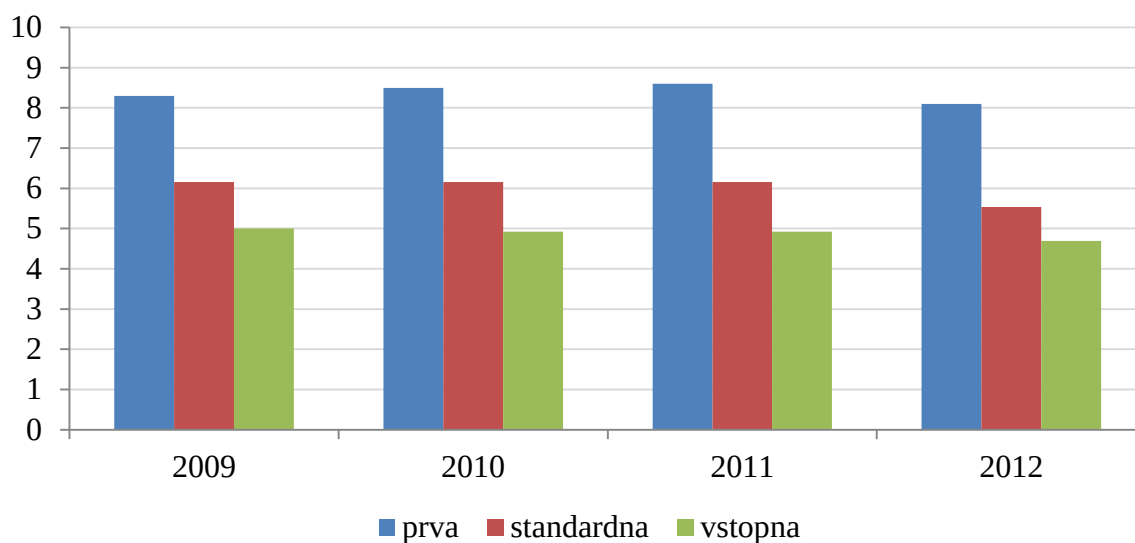
Povprečno število članov v nadzornem svetu vseh družb v štirih letih je 6,26. Največji nadzorni sveti so v prvi standardni kotaciji, v povprečju 8,38 članov, in najmanjši v vstopni, v povprečju 4,88 članov. Družbi, ki imata najmanjšo povprečno velikost nadzornega sveta v štirih letih, sta Kompas MTS in Tekstina, in sicer 2,75 članov. Družba, ki ima najvišje število nadzornikov, je Gorenje, in sicer ima povprečno 9,75 članov.

Tabela 3: Število članov nadzornega sveta glede na borzno kotacijo

	Število družb	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.	F test	Stopnja značilnosti
Prva	10	8,38	1,17	5,75	9,75	13,110	0,000
Standardna	13	6,00	1,97	2,75	9,00		
Vstopna	13	4,88	1,57	2,75	8,00		
Skupaj	36	6,26	2,13	2,75	9,75		

Slika 7 prikazuje gibanje števila članov v obdobju 2009–2012. Zviševanje in zniževanje števila članov za družbe v prvi ter vstopni borzni kotaciji je povezano z manjšo stabilnostjo, ki so jo imele te družbe, kar prikazujeta tudi Slika 15 in korelacijska matrika (Tabela 13) v Prilogi 6. Padec števila članov v standardni kotaciji je poleg nestabilnosti posledica zmanjšanja števila nadzornikov za polovico v dveh družbah, Istrabenz in Mlinotest.

Slika 7: Število članov v nadzornem svetu v obdobju 2009–2012



4.5.3 Izobrazba nadzornih svetov

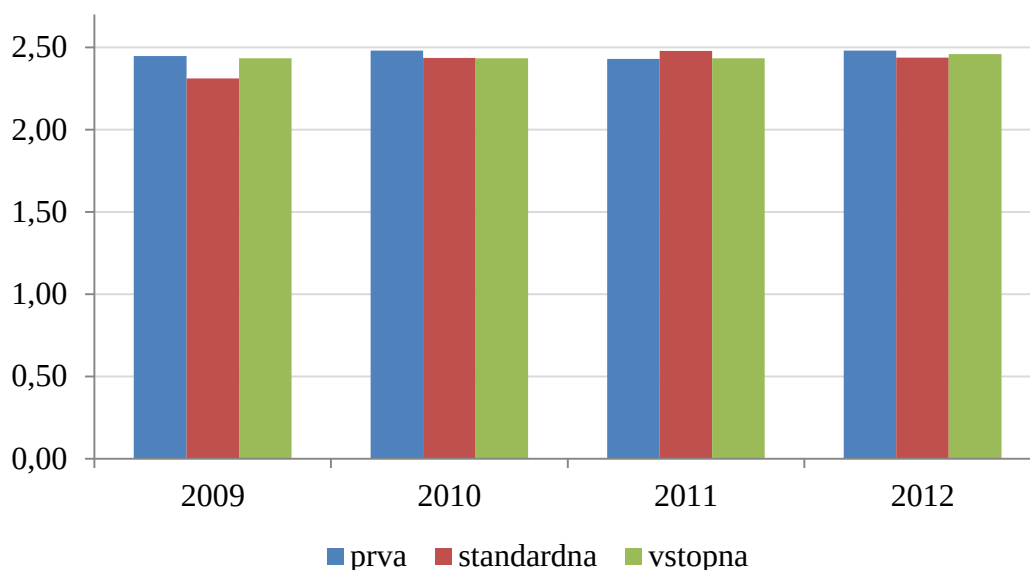
Izobrazba predstavlja del kompetenc nadzornikov. Nekatere družbe ne razkrivajo tovrstnih podatkov o svojih članih, zato se analiza nanaša le na 22 družb od 36. Pri čemer je prva kotacija popolna, medtem ko sta standardna in predvsem vstopna zastopani v manjšem obsegu. Maksimalna možna vrednost kazalca je 4, pri čemer v povprečju za vsa štiri leta za vse družbe kazalec dosega vrednost nekaj čez polovico, torej 2,44. Kar pomeni, da imajo nadzorniki najpogosteje univerzitetno izobrazbo, saj razred 2 pomeni univerzitetna izobrazba in razred 3 magisterij. Ker je zelo malo družb v standardni in vstopni kotaciji razkrilo podatke, ni smiselno gledati statistično značilne razlike med kotacijami, kot to velja za ostale spremenljivke, zato tudi rezultati v Tabeli 4 niso predstavljeni.

Tabela 4: Izobrazba nadzornega sveta glede na borzno kotacijo

	Število družb	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.
Prva	10	2,46	0,328	2,00	2,91
Standardna	8	2,42	0,354	1,92	2,87
Vstopna	4	2,44	0,314	2,00	2,67
Skupaj	22	2,44	0,320	1,92	2,91

Slika 8 kaže, da v proučevanem obdobju ni bilo večjih sprememb v izobrazbi. Še največji preskok kazalca je bil iz leta 2009 na leto 2010 za standardno kotacijo zaradi družb Abanke, Pivovarne Laško in Žita. V teh družbah so bili imenovani novi člani (v vsaki družbi en član) z višjo stopnjo izobrazbe, kot so jo imeli njihovi predhodniki (doktorski oz. magistrski naziv).

Slika 8: Izobrazba članov nadzornega sveta v obdobju 2009–2012



4.5.4 Izkušnje nadzornih svetov

Izkušnje predstavljajo drugi sestavni del kompetenc. Maksimalna možna vrednost kazalca je 4, saj je sestavljen iz štirih vrst izkušenj. Le te so poznavanje panoge, v kateri družba deluje, poznavanje nadzorovane družbe, izkušnje iz upravljanja in izkušnje iz nadzorovanja drugih družb. Kazalec v povprečju za vsa štiri leta za vse družbe dosega vrednost pod polovico – 1,85. Vrednost kazalca je posledica dveh kombinacij. Predstavniki zaposlenih v nadzornem svetu imajo izkušnje predvsem iz poznavanja družbe in panoge, v kateri družba deluje. Manj pa imajo t. i. managerskih izkušenj – delo v upravi ali nadzornem svetu drugih družb. Ravno obratno velja za predstavnike kapitala, ki imajo izkušnje z delom v upravi in nadzornem svetu drugih družb, medtem ko slabše poznajo samo delovanje družbe ter panoge. Tudi za kazalec izkušnje, iz istega razloga kot to velja za izobrazbo (premajhno število družb), ni smiselno primerjati razlik med kotacijami.

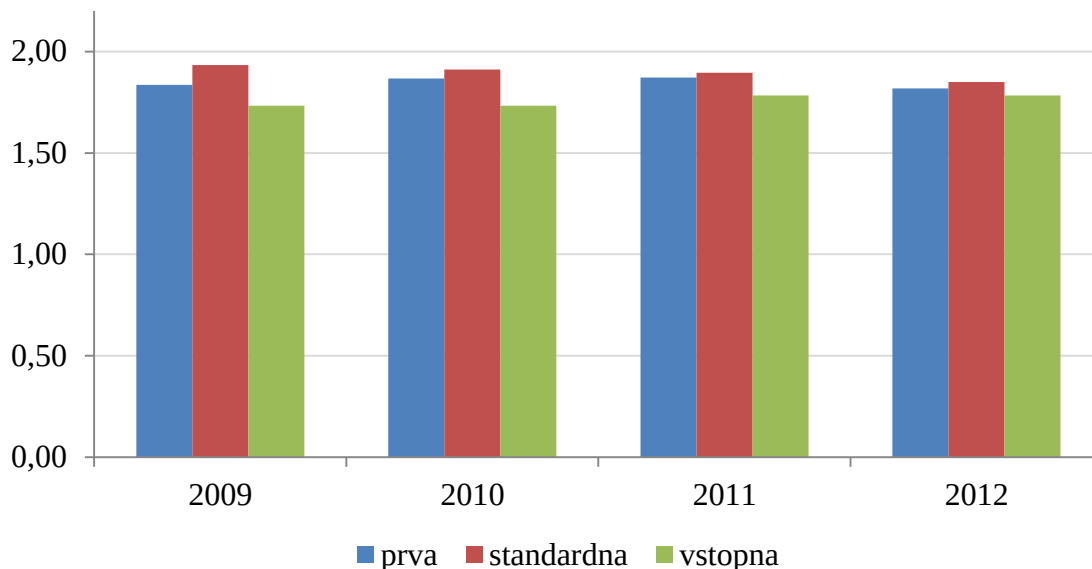
Tabela 5: Izkušnje nadzornega sveta glede na borzno kotacijo

	Število družb	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.
Prva	10	1,85	0,376	1,17	2,35
Standardna	8	1,90	0,289	1,50	2,31
Vstopna	4	1,76	0,113	1,67	1,90
Skupaj	22	1,85	0,304	1,17	2,35

Za izkušnje veljajo nekoliko večje spremembe kot za izobrazbo, kar prikazuje Slika 9. Pri družbah, ki kotirajo v prvi in standardni kotaciji, je prišlo do znižanja kazalca izkušenj v

celotnem proučevanem obdobju, medtem ko se je družbam v vstopni kotaciji malenkostno povečal.

Slika 9: Izkušnje članov nadzornega sveta v obdobju 2009–2012



4.5.5 Kompetence nadzornih svetov

Kompetence so seštevek dveh predhodno opisanih kazalcev, izobrazbe in izkušenj nadzornikov. Maksimalna možna vrednost indeksa kompetenc je tako 8. Kazalec v povprečju za vsa štiri leta za vse družbe dosega vrednost 4,29, kar je ravno malo nad polovico. Ker že za izobrazbo in za izkušnje ni bil opravljen pregled statistično značilnih razlik med borznimi kotacijami, se ta značilnost prenese tudi na kompetence.

Tabela 6: Kompetence članov nadzornega sveta glede na borzno kotacijo

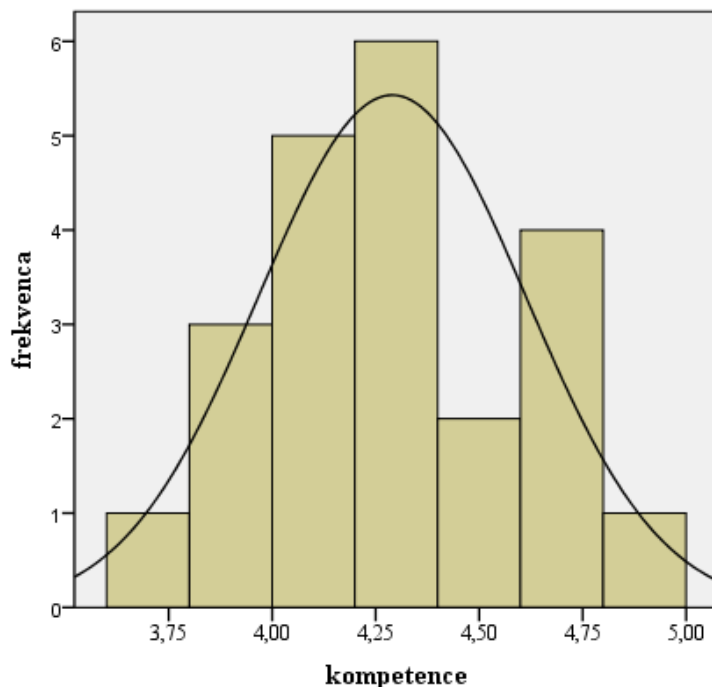
	Število družb	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.
Prva	10	4,31	0,263	3,86	4,69
Standardna	8	4,31	0,434	3,67	4,87
Vstopna	4	4,20	0,265	3,80	4,33
Skupaj	22	4,29	0,323	3,67	4,87

V seštevku kazalca kompetenc (enačba 5) ima višjo vrednost od izkušenj kazalec izobrazba, kar velja za vse družbe, ne glede na borzno kotacijo:

$$kompetence = izobrazba + izkušnje = 2,44 + 1,85 = 4,29 \quad (5)$$

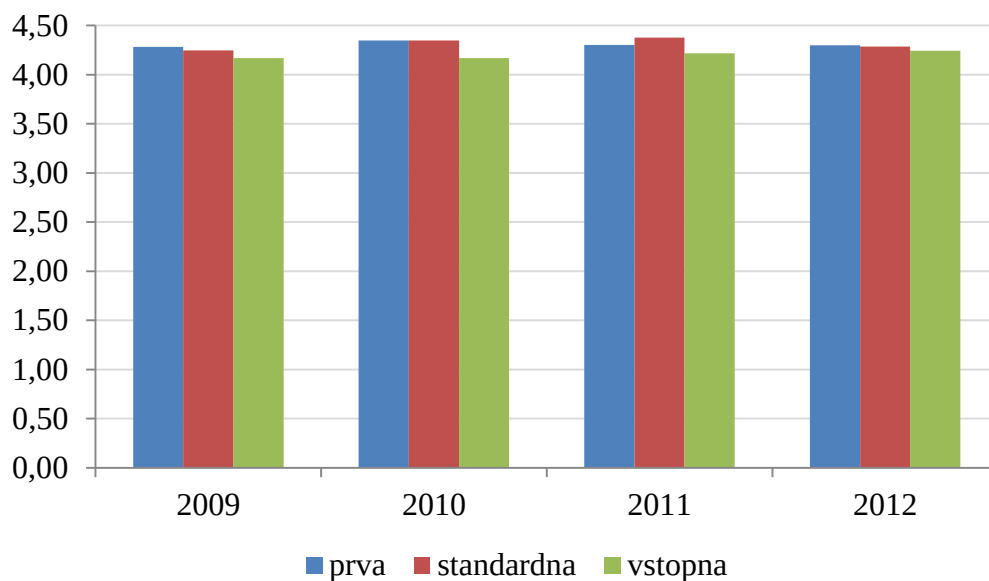
Naslednja značilnost, ki jo ima spremenljivka kompetence, je normalna porazdelitev, kar prikazuje Slika 10. Za normalno porazdelitev je značilna simetričnost (mediana, modus in povprečje imajo enako vrednost) (Bregar, Pfajfar & Ograjenšek, 2009, str. 133).

Slika 10: Porazdelitev spremenljivke kompetence



Gibanje kompetenc v proučevanem obdobju je prikazano s Sliko 11. Primerjava leta 2012 z letom 2009 kaže, da je prišlo do manjšega povišanja kompetenc nadzornikov. Največje povišanje kompetenc so imele družbe v vstopni kotaciji, medtem ko so družbe v prvi kotaciji imele najmanjše povišanje.

Slika 11: Kompetence članov nadzornega sveta v obdobju 2009–2012



Povišanje kompetenc pri družbah prve in standardne kotacije je posledica večjega povišanja izobrazbe kot znižanja izkušenj, medtem ko je posledica povišanja kompetenc pri družbah vstopne kotacije povišanje tako izobrazbe kot izkušenj. Družbe, ki so imele največje povišanje kompetenc v letu 2012 v primerjavi z letom 2009, so Žito, Krka in Pivovarna Laško. Družbe, v katerih so se kompetence nadzornikov najbolj znižale v letu 2012 v primerjavi z letom 2009, so Gorenje, Sava, Telekom Slovenije in Mlinotest. Znižanje kompetenc je pri vsaki družbi posledica različnih razlogov. V družbi Gorenje in Telekom Slovenije so se z odstopom s funkcije enega člana, ki je imel najvišjo možno izobrazbo in veliko izkušenj, kompetence nadzornega sveta kot celota v povprečju znižale. V družbi Mlinotest so na skupščini spremenili statut in imenovali nov, samo tričlanski nadzorni svet (do spremembe statuta je bil ta šestčlanski). Novi člani imajo več izkušenj in manjšo stopnjo izobrazbe kot njihovi predhodniki. Obratno pa velja za družbo Sava. Zamenjani nadzorniki imajo višjo stopnjo izobrazbe, vendar manj izkušenj. Kot prikazuje Tabela 7 sta spremenljivki izobrazba in izkušnje v obdobju 2009–2012 obratno korelirani.

Tabela 7: Korelacija med izobrazbo, izkušnjami in kompetencami

		Izobrazba	Izkušnje	Kompetence
Izobrazba	Pearsonov koeficient	1	-0,465*	0,553**
	St. značilnosti (2-stranski)		0,029	0,008
Izkušnje	Pearsonov koeficient	-0,465*	1	0,481*
	St. značilnosti (2-stranski)	0,029		0,024

Legenda: *. značilno pod 5 %

**. značilno pod 1 %

4.5.6 Neodvisnost nadzornih svetov

ZSDU v 79. členu določa, da je najmanjše število predstavnikov delavcev v nadzornem svetu ena tretjina in ne večje od polovice vseh članov nadzornega sveta družbe. Vse družbe, razen treh bank, imajo s statutom določeno, da je število predstavnikov delavcev v nadzornem svetu ena tretjina. V nadzornem svetu bank pa ni predstavnikov delavcev, saj se za banke ne uporabljajo določbe zakona, ki ureja sodelovanje delavcev pri upravljanju, ampak predpis Sklep o skrbnosti članov uprav in nadzornega sveta bank in hranilnic (Ur. l. RS, št. 62/11, 74/13 v nadaljevanju Sklep). Predstavniki delavcev ne izpolnjujejo pogojev, ki jih določata Kodeks in Priporočilo o neodvisnosti. S tem je določen največji možni delež neodvisnih članov v nadzornem svetu: 0,67. V povprečju pa je za vse družbe za vsa štiri leta delež neodvisnih članov v nadzornem svetu 0,46, s čimer se ne izpolnjuje priporočilo Kodeksa, da vsaj polovico članov nadzornega sveta sestavljajo neodvisni člani (Ljubljanska borza, Združenje nadzornikov Slovenije, & Združenje Manager, 2009, str. 7). Analiza variance zavrne statistično značilne razlike med borznimi kotacijami, čeprav je največji delež neodvisnih članov v prvi in najmanjši delež neodvisnih članov v vstopni kotaciji. Nobenega neodvisnega člana nadzornega sveta nima družba Grand hotel Union, kar je povezano s koncentracijo lastništva, saj dva največja delničarja družbe obvladujeta

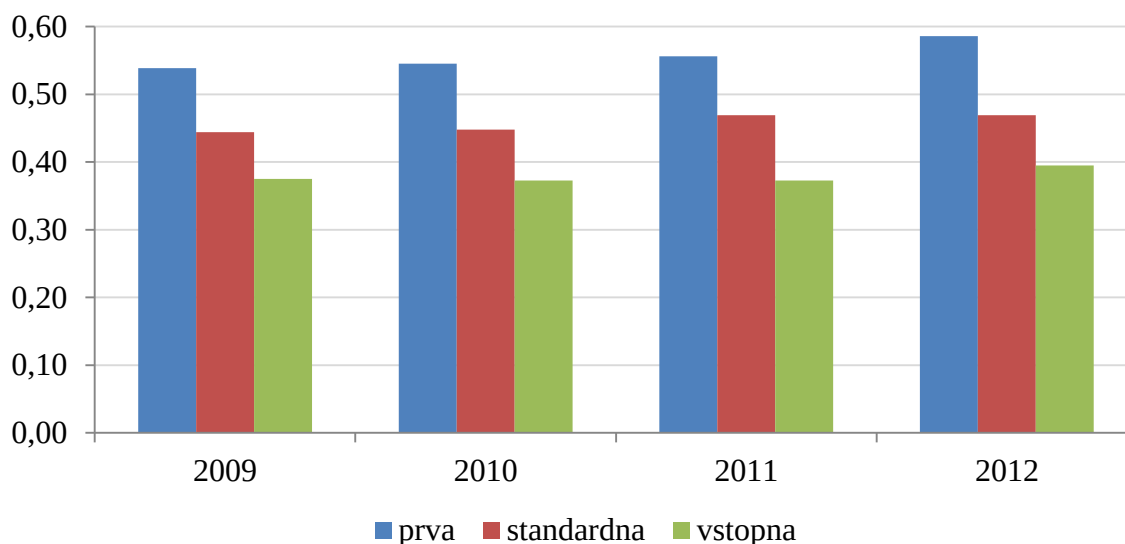
94,1 % lastništva in jima je s tem omogočeno imenovanje nadzornikov. Največji delež neodvisnih članov, 0,83, pa ima banka Nova KBM.

Tabela 8: Neodvisnost nadzornega sveta glede na borzno kotacijo

	Število družb	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.	F test	Stopnja značilnosti
Prva	10	0,56	0,123	0,41	0,83	2,760	0,078
Standardna	13	0,46	0,153	0,19	0,67		
Vstopna	13	0,38	0,233	0,00	0,67		
Skupaj	36	0,46	0,189	0,00	0,83		

Skozi obdobje 2009–2012 se je za vse borzne kotacije zviševal delež neodvisnih članov. Še najbolj se skok opazi pri prvi kotaciji, kjer so družbe z imenovanjem novih članov bolj sledile Kodeksu in Priporočilom o neodvisnosti.

Slika 12: Neodvisnost članov nadzornega sveta v obdobju 2009–2012



4.5.7 Intenzivnost dela nadzornih svetov

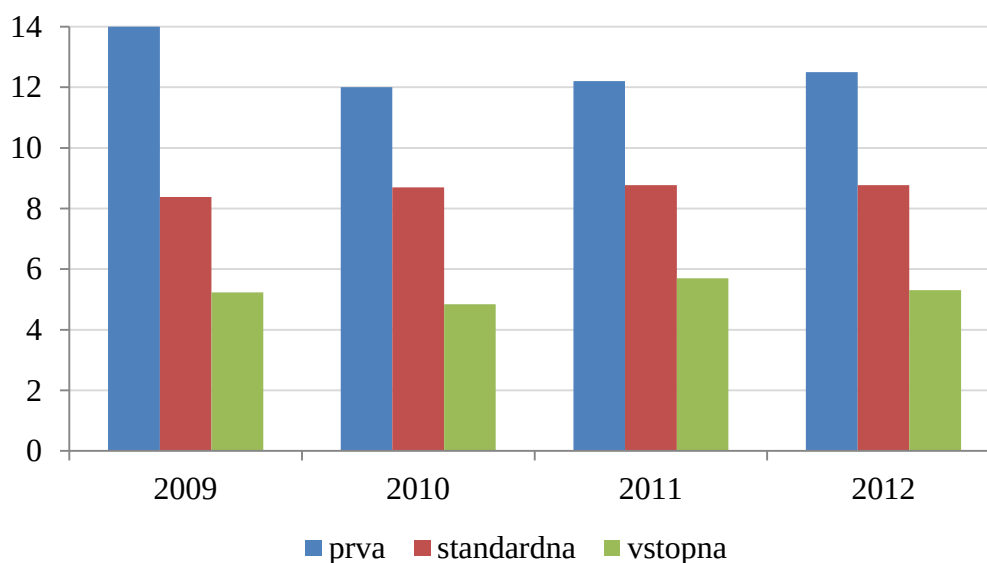
Intenzivnost dela nadzornega sveta, ki se meri s številom sej v posameznem letu, ima statistično značilne razlike med borznimi kotacijami, saj je vrednost preizkusa 0. Največ sej so imeli nadzorni sveti v prvi kotaciji, najmanj pa v vstopni. V povprečju pa so imeli nadzorni sveti vseh družb letno devet sej.

Tabela 9: Intenzivnost nadzornega sveta glede na borzno kotacijo

	Število družb	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.	F test	Stopnja značilnosti
Prva	10	12,68	3,575	6	18	13,550	0,000
Standardna	13	8,65	4,106	3	15		
Vstopna	13	5,27	2,244	0	10		
Skupaj	36	8,55	4,434	0	18		

Medtem ko je bila skozi obdobje intenzivnost dela stabilna za standardno in vstopno kotacijo, se je število sej zmanjšalo v prvi kotaciji. Razlogi večjega števila sej v letu 2009 so različni in specifični glede na posamezno družbo. Največkrat omenjeni razlogi so zaostritev gospodarskih razmer, menjave v nadzornem svetu in upravi, potek mandata ter preverjanje posledic preteklih kapitalskih naložb. Vzrok večjega števila sej je povezan tudi z nestabilnostjo nadzornega sveta, saj se nadzorni svet sestane, da bi vpeljal novega člana, in s številom komisij, saj nadzorni svet preveri njihove rezultate dela (Tabela 13 v Prilogi 6).

Slika 13: Intenzivnost nadzornega sveta v obdobju 2009–2012



4.5.8 Komisije nadzornih svetov

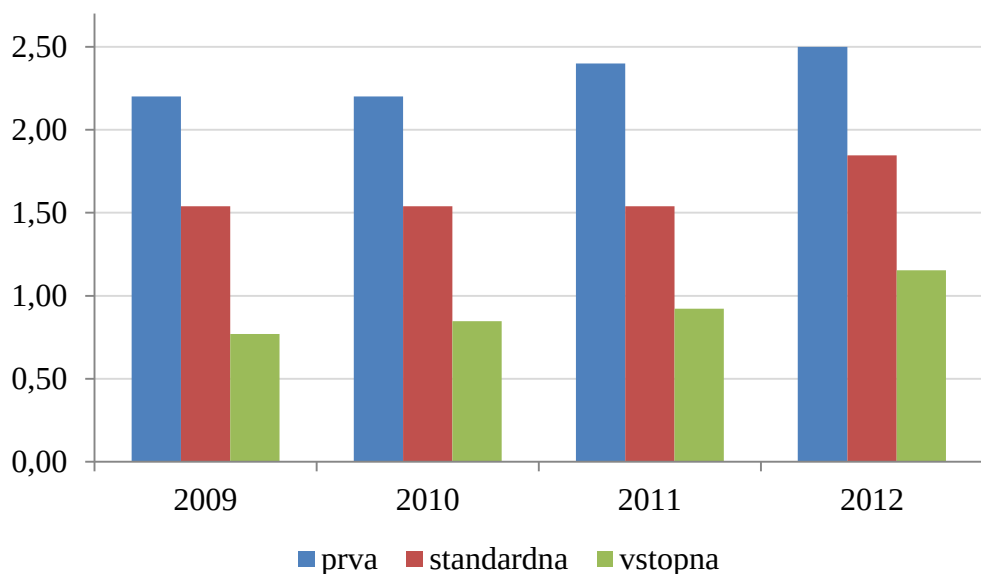
ZGD-1 v 279. členu določa, da morajo proučevane družbe imeti oblikovano revizijsko komisijo. Določbe zakona so se držale vse družbe razen dveh, Zdravilišče Rogaška in Tekstina. Gre za manjši družbi v primerjavi z ostalimi in se že dlje časa soočata s slabšo likvidnostjo ter dobičkonosnostjo. Tabela 10 prikazuje, da med borznimi kotacijami obstajajo statistično značilne razlike v številu oblikovanih komisij nadzornega sveta. Največje število komisij imajo oblikovane družbe v prvi borzni kotaciji, najmanjše število pa družbe v vstopni kotaciji.

Tabela 10: Komisije nadzornega sveta glede na borzno kotacijo

	Število družb	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.	F test	Stopnja značilnosti
Prva	10	2,33	0,688	1,25	3,25	14,030	0,000
Standardna	13	1,62	0,726	1,00	3,00		
Vstopna	13	0,92	0,461	0,00	1,50		
Skupaj	36	1,56	0,833	0,00	3,25		

Kodeks poleg oblikovanja revizijske komisije priporoča tudi oblikovanje kadrovske komisije in komisije za imenovanja. Družbe so čedalje bolj upoštevale določbe Kodeksa, saj je v obdobju 2009–2012 število oblikovanih komisij naraščalo pri vseh družbah, ne glede na borzno kotacijo. Nekatere posamezne družbe pa so še poleg zakonsko določene in s Kodeksom priporočenih oblikovale še posebno komisijo, ki se je ukvarjala z vprašanji, povezanimi s specifikom posamezne družbe. Število oblikovanih komisij je v proučevanih letih pozitivno povezano z neodvisnostjo, torej bolj kot bo delež nadzornikov neodvisen, več bo oblikovanih komisij (Tabela 13 v Prilogi 6).

Slika 14: Komisije nadzornega sveta v obdobju 2009–2012



4.5.9 Stabilnost članstva v nadzornih svetih

Največ odstopov in odpoklicev članov nadzornega sveta imajo družbe v prvi borzni kotaciji, ravno obratno velja za družbe v vstopni kotaciji. Stabilnost članstva je izračunana kot dihotomna spremenljivka za vsako posamezno družbo in za vsako posamezno leto. Višji kot je izračunani povprečni koeficient za obdobje štirih let v Tabeli 11, bolj stabilno je članstvo v nadzornem svetu. Najbolj problematične družbe z vidika stabilnosti

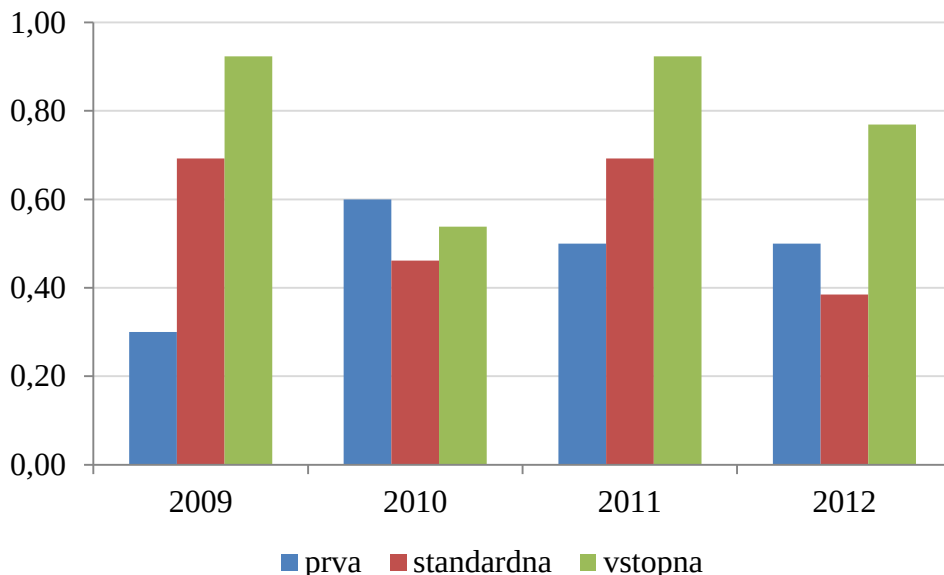
nadzornega sveta v prvi borzni kotaciji so bile Nova KBM, Luka Koper, Petrol in Zavarovalnica Triglav. Na skupščini delničarjev Nove KBM so člane nadzornega sveta odpoklicali kar v treh letih od preučevanih štirih. Medtem ko je v ostalih družbah prihajalo do veliko odstopov zaradi različnih razlogov (nasprotje interesov, član nadzornega sveta postane predsednik uprave...). Omenjene družbe imajo skupno lastnost – visok delež državnega lastništva, kar prikazuje tudi korelacijska matrika v Tabeli 13 v Prilogi 6.

Tabela 11: Stabilnost nadzornega sveta glede na borzno kotacijo

	Število družb	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.	F test	Stopnja značilnosti
Prva	10	0,48	0,322	0,00	0,75	4,063	0,026
Standardna	13	0,56	0,253	0,25	1,00		
Vstopna	13	0,79	0,267	0,25	1,00		
Skupaj	36	0,62	0,302	0,00	1,00		

Slika 15 prikazuje, da je vsaka borzna kotacija imela višek nestabilnosti v enem letu in vsako drugo leto je bila večja nestabilnost za vse borzne kotacije. Za vstopno kotacijo je bila najmanjša stabilnost nadzornega sveta v letu 2010, za standardno kotacijo leto 2012 in za prvo kotacijo 2009.

Slika 15: Stabilnost nadzornega sveta v obdobju 2009–2012



4.5.10 Samoocenjevanje nadzornih svetov

Tako kot za večino spremenljivk se tudi pri samoocenjevanju pojavljajo razlike, ki pa sicer niso statistično značilne, saj je stopnja značilnosti malo nad mejo 0,05. Razlog je v skoraj enakem deležu za standardno ter vstopno borzno kotacijo in je potrjen z izračunom

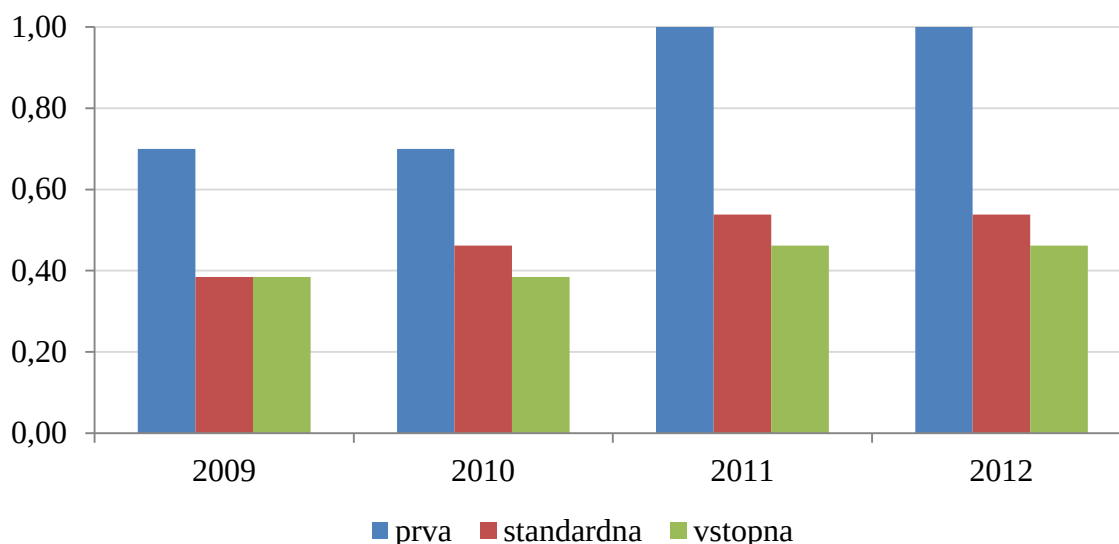
naknadnega LSD testa. Naknadni LSD test (angl. *post hoc*) v Tabeli 2 v Priloga 2 prikazuje ravno razlike med prvo ter standardno (izračunana stopnja značilnosti je zelo blizu meje 0,05) in vstopno kotacijo, medtem ko razlik med standardno in vstopno kotacijo za spremenljivko samoocenjevanje nadzornega sveta ni. Izračun v Tabeli 12 prikazuje, da je v povprečju v vseh družbah v vseh štirih letih malo več kot polovica nadzornih svetov opravila oceno svojega dela.

Tabela 12: Samoocenjevanje nadzornega sveta glede na borzno kotacijo

	Število družb	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.	F test	Stopnja značilnosti
Prva	10	0,85	0,242	0,50	1,00	3,076	0,060
Standardna	13	0,48	0,484	0,00	1,00		
Vstopna	13	0,42	0,494	0,00	1,00		
Skupaj	36	0,56	0,460	0,00	1,00		

Analiza štirih let predstavlja, da se je delež nadzornih svetov, ki opravljajo samoocenjevanje, povečeval za vse borzne kotacije. Slika 16 hkrati prikazuje, da so vse družbe v prvi kotaciji že leta 2011 izmerile učinkovitost dela nadzornega sveta. Delež se nekoliko hitreje povečuje pri družbah v standardni kotaciji kot pri družbah v vstopni kotaciji, je pa delež pod predhodno omenjenim povprečjem.

Slika 16: Samoocenjevanje nadzornega sveta v obdobju 2009–2012



4.5.11 Državno lastništvo

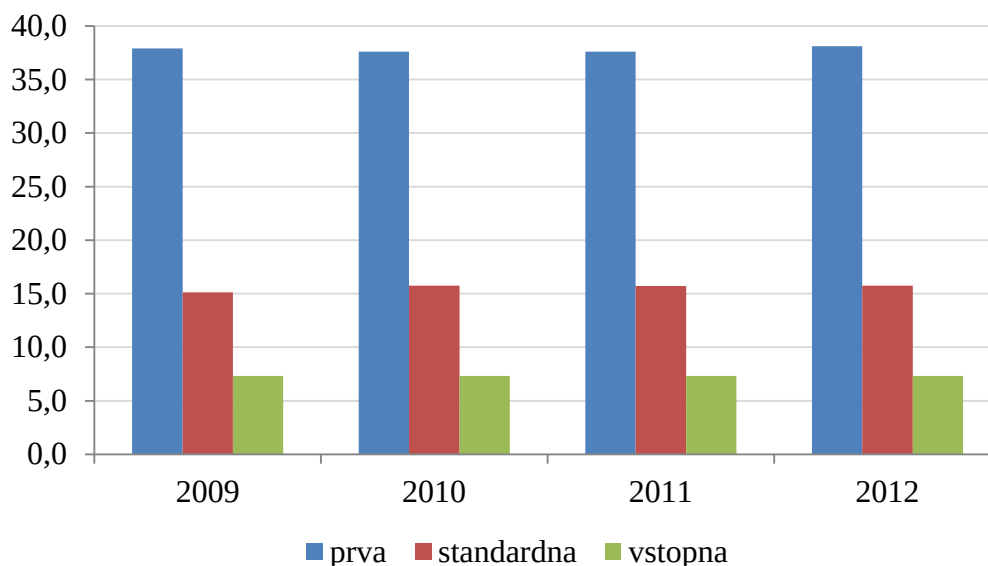
Delež državnega lastništva v slovenskih javnih delniških družbah je v povprečju pod 19 % ter predstavlja državo kot velikega delničarja predvsem v družbah prve borzne kotacije in nekoliko manj v družbah vstopne borzne kotacije. Država v 12 družbah ni imela delnic in

razen Mercatorja so vse te družbe iz standardne ali vstopne kotacije. V petih družbah (Aerodrom Ljubljana, Nova KBM, Luka Koper, Telekom Slovenije in Zavarovalnica Triglav) je država večinski lastnik, kar ji posledično omogoča pomemben vpliv na poslovanje družb. Prav tako se delež državnega lastništva v družbah skozi obdobje 2009–2012 ni spreminjal.

Tabela 13: Delež državnega lastništva glede na borzno kotacijo

	Število družb	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.	F test	Stopnja značilnosti
Prva	10	37,81	24,413	0,00	74,02	8,339	0,001
Standardna	13	15,58	18,316	0,00	65,07		
Vstopna	13	7,32	10,879	0,00	33,46		
Skupaj	36	18,78	21,562	0,00	74,02		

Slika 17: Delež državnega lastništva v obdobju 2009–2012



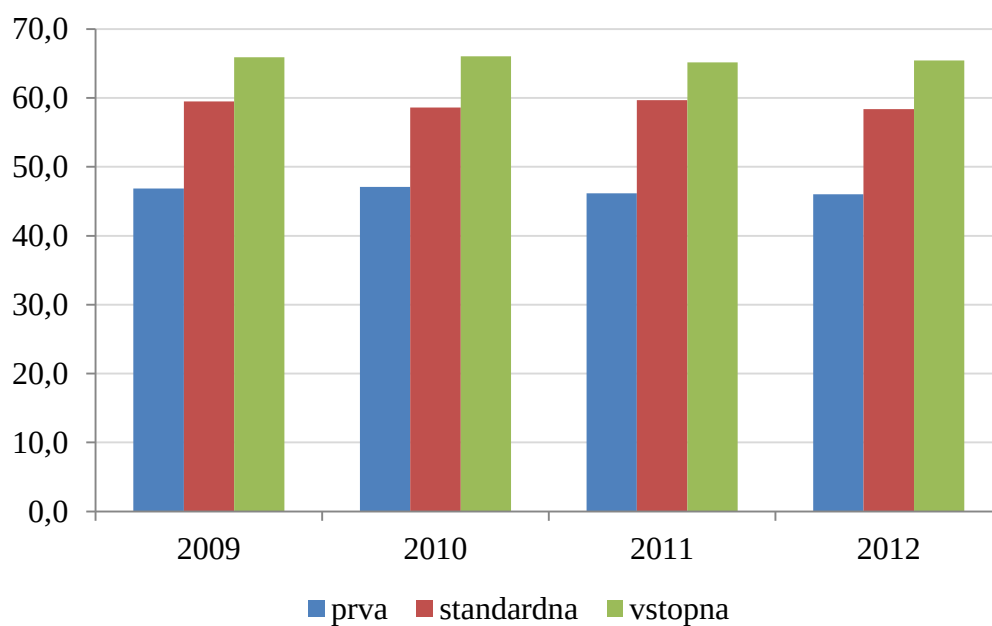
4.5.12 Koncentracija lastništva

Za slovenske javne delniške družbe tudi v obdobju 2009–2012 velja visoka koncentracija lastništva, saj delež prvih treh lastnikov v povprečju za vse družbe znaša 58 %. Nekoliko večjo koncentracijo lastništva imajo družbe v vstopni kotaciji kot družbe v prvi kotaciji. Tako je ravno Krka družba z najmanjšo koncentracijo prvih treh lastnikov, Kompas MTS (standardna kotacija) pa je družba z najvišjo koncentracijo. Koncentracija prvih petih lastnikov v povprečju za vse družbe znaša 67,10 %. Koncentracija prvih treh in prvih petih lastnikov se v analiziranem obdobju ni bistveno spreminjala za nobeno družbo.

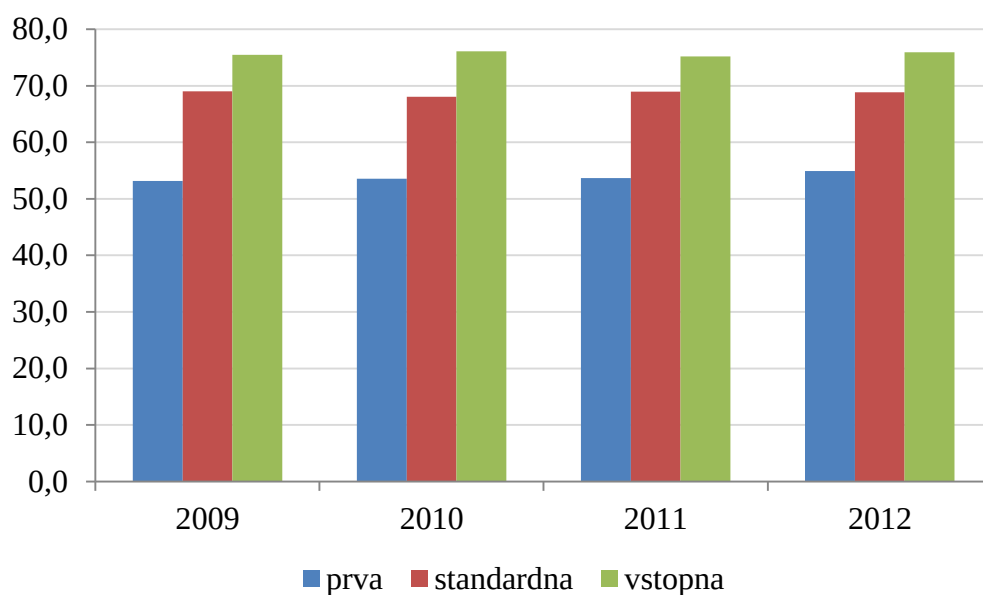
Tabela 14: Koncentracija prvih treh lastnikov glede na borzno kotacijo

	Število družb	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.	F test	Stopnja značilnosti
Prva	10	46,53	15,99	27,41	72,38	3,090	0,059
Standardna	13	59,05	21,31	36,20	97,84		
Vstopna	13	65,64	16,84	36,85	94,19		
Skupaj	36	57,95	19,45	27,41	97,84		

Slika 18: Koncentracija prvih treh lastnikov v obdobju 2009–2012



Slika 19: Koncentracija prvih petih lastnikov v obdobju 2009–2012



4.5.13 Uspešnost družb

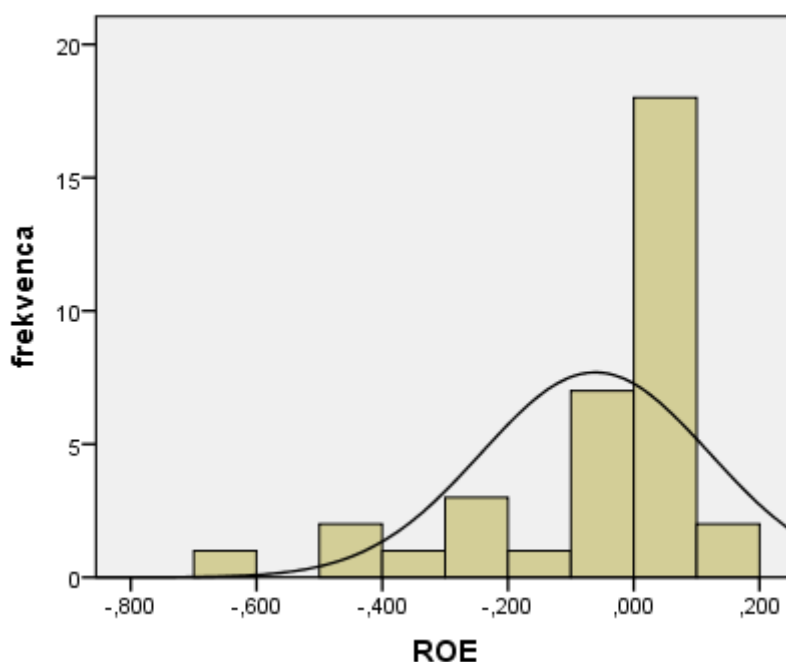
V obdobju 2009–2012 so vsi trije računovodski kazalci uspešnosti v povprečju negativni in ni statistično značilnih razlik med borznimi kotacijami. Iz analize je izvzeta družba Istrabenz, za katero je značilno, da v treh od štirih proučevanih let izguba presega vrednost kapitala ter je v letih 2010 in 2012 imela negativen kapital na dan izkaza finančnega položaja. Na podlagi takšnih podatkov je povprečna vrednost kazalcev uspešnosti družb (predvsem ROE) izkrivljena.

Tabela 15: Uspešnost družb glede na borzno kotacijo

		Št. družb	Aritm. sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.	F test	Stopnja značilnosti
ROE	Prva	10	-0,021	0,116	-0,236	0,156	0,521	0,599
	Standardna	13	-0,101	0,232	-0,671	0,081		
	Vstopna	13	-0,056	0,176	-0,471	0,108		
	Skupaj	36	-0,061	0,181	-0,671	0,156		
ROA	Prva	10	0,004	0,046	-0,064	0,112	0,268	0,766
	Standardna	13	-0,010	0,057	-0,142	0,051		
	Vstopna	13	-0,016	0,086	-0,202	0,069		
	Skupaj	36	-0,008	0,066	-0,202	0,112		
Profitna marža	Prva	10	-0,031	0,102	-0,205	0,155	0,497	0,613
	Standardna	13	-0,047	0,147	-0,410	0,151		
	Vstopna	13	-0,096	0,215	-0,514	0,077		
	Skupaj	36	-0,061	0,164	-0,514	0,155		

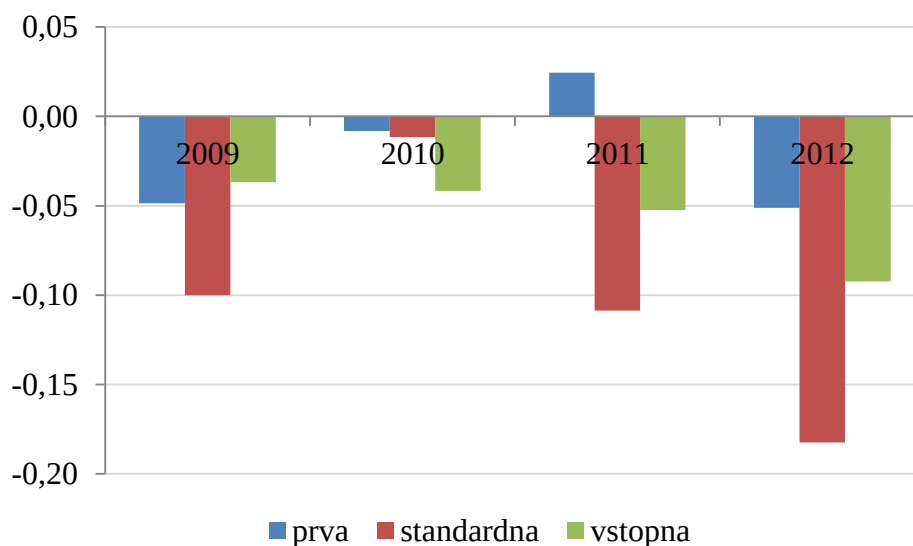
Slika 20 prikazuje levo asimetrično porazdelitev spremenljivke ROE, ki je nastala zaradi izrednega stanja, krize. Povprečna vrednost ROE za vsa štiri leta znaša -0,061, medtem ko sta mediana in modus pozitivna. Vrednost mediane je 0,01, kar pomeni, da je kvečjemu vrednost kazalca ROE 0,01 imela polovica družb, preostala proučevana polovica slovenskih javnih delniških družb pa je imela vrednost računovodskega kazalca ROE več kot 0,01. Najuspešnejši družbi po računovodskem kazalcu ROE sta Krka in Cinkarna Celje.

Slika 20: Porazdelitev spremenljivke ROE



Slika 21 kaže, da je računovodski kazalec uspešnosti družb ROE v proučevanem obdobju, v času krize, razen ene izjeme (leta 2011 družbe v prvi borzni kotaciji) negativen. Med vsemi borznimi kotacijami najbolj izstopa standardna. Predvsem zaradi družbe Sava, ki je imela v vsakem od proučevanih let okoli 100 milijonov € izgube. Tako je tudi ravno družba Sava tista, ki ima najnižjo povprečno vrednost ROE (-0,671).

Slika 21: Uspešnost družb (ROE) v obdobju 2009–2012



4.6 Primerjalna analiza z nemškimi javnimi delniškimi družbami

Za mednarodno primerjavo sem iz več razlogov izbrala nemške javne delniške družbe. Slovenski sistem upravljanja izhaja iz evropskega kontinentalnega modela. Tak koncept je v slovenskem gospodarskem prostoru vpeljan iz dveh razlogov. Prvi je način dojemanja vloge gospodarskih družb, tj. povečevanje bogastva družbe in zadovoljevanje interesov deležnikov. Bistvena cilja sta preživetje in rast družbe, kar se doseže z maksimiranjem kapitala družbe in ne delničarske vrednosti. To dejstvo izhaja iz drugačne ureditve razmerja med lastništvom in upravljanjem družbe ter bistveno drugačne vloge in pomena trga vrednostnih papirjev. Drugi razlog pa je tradicionalna odvisnost od drugih evropskih gospodarskih sistemov, na primer nemškega, italijanskega, avstrijskega (Bajuk, b. l., str. 10–11). Poleg skupnega sistema upravljanja imata omenjeni državi podobno zakonodajo in kodeks upravljanja javnih delniških družb ter priznavanje zaposlenih za pomembno skupino deležnikov.

Primarni kriterij, po katerem so bile v vzorec izbrane nemške javne delniške družbe, je dejavnost, ki jo slovenska družba opravlja. V primeru več možnih primerljivih družb so bile upoštevane tudi druge značilnosti, kot npr. velikost, borzna kotacija, lastništvo. Primerljive nemške družbe prav tako kot slovenske kotirajo v treh segmentih, in sicer DAX, MDAX in SDAX (Börse Frankfurt Equities, 2014). Pri čemer so v DAX uvrščene najboljše družbe (angl. *blue chip*) in je primerljiv s prvo kotacijo na Ljubljanski borzi. MDAX predstavljajo družbe, ki so nekoliko manjše in imajo manjšo tržno kapitalizacijo kot družbe v DAX. Še manjše družbe s še manjšo tržno kapitalizacijo pa so uvrščene v SDAX segment, ki je primerljiv z vstopno ljubljansko kotacijo. Za primerjavo sem vzela le slovenske družbe, ki dobro razkrivajo kompetence nadzornikov, da bi lahko tudi to spremenljivko primerjala. Ker Istrabenz po dejavnosti, ki jo opravlja, nima primerljive družbe na frankfurtski borzi, je iz primerjave izvzet. Tabela 16 prikazuje 21 v vzorec izbranih nemških javnih delniških družb.

Tabela 16: Primerljive slovenske in nemške javne delniške družbe

Abanka	Commerzbank	Melamin	Lanxess
Aerodrom Ljubljana	Fraport	Petrol	RWE
Alpetour	TUI	Pivovarna Laško	Hawesko
Gorenje	Rational	Pozavarovalnica Sava	Munich RE
Gea	Südzucker	Probanka	Aareal bank
Intereuropa	VTG	Sava	Continental
Nova KBM	Deutsche Bank	Telekom Slovenije	Deutsche Telekom
Krka	Bayer	Unior	Dürr
Luka Koper	HHLA	Žito	Zooplus
Mlinotest	KWS Saat	Zavarovalnica Triglav	Allianz
Mercator	Metro		

Sledijo primerjalne analize med obema državama za vse indikatorje kakovosti nadzora in ostale spremenljivke. Za določanje statistično značilnih razlik med javnimi delniškimi družbami je za vsako spremenljivko s pomočjo statističnega paketa SPSS narejen preizkus skupin, katerih rezultati so predstavljeni v tabelah. T preizkus oz. procedura angl. *independent-samples T test* je namenjena primerjavi aritmetičnih sredin za dva neodvisna vzorca. Pred odločitvijo o izbiri t-testa je predhodno treba opraviti tudi Levenov preizkus domneve o enakosti dveh varianc (Rovan & Turk, 2008, str. 162).

4.6.1 Velikost družb

Nemške družbe so glede na kriterije za velikost družb veliko večje od slovenskih. Najmanjša nemška družba Zooplus je po sredstvih večja od šestih slovenskih družb, po prihodkih večja od sedemnajstih in po številu zaposlenih večja od štirih slovenskih družb.

Tabela 17: Mednarodna primerjava po velikosti družb

	Družbe	Število družb	Aritmetična sredina	T test	Stopnja značilnosti
Sredstva	Slovenske	21	1.243.524.467	-1,922	0,069
	Nemške	21	186.055.669.220		
Prihodki	Slovenske	21	605.876.832	-3,772	0,001
	Nemške	21	24.693.889.203		
Število zaposlenih	Slovenske	21	3.562	-3,383	0,003
	Nemške	21	64.667		

4.6.2 Velikost nadzornih svetov

Statistično značilne razlike so tudi v velikosti nadzornega sveta, kar je povezano s predhodno opisano spremenljivko velikost družb. Nemški nadzorni sveti so v povprečju še enkrat večji od slovenskih. Najmanjši nemški nadzorni svet je sestavljen iz treh članov, kot v Sloveniji, in največji iz dvajsetih članov.

Tabela 18: Mednarodna primerjava po velikosti nadzornega sveta

	Družbe	Število družb	Aritmetična sredina	T test	Stopnja značilnosti
Število članov	Slovenske	21	6,87	-5,185	0,000
	Nemške	21	14,44		

4.6.3 Ostale spremenljivke

Tabela 19 prikazuje, da so nemški nadzorniki bolj izobraženi (večji delež nadzornikov z doktorskim nazivom), vendar pa ne tudi bolj izkušeni. Ker izobrazba prevladuje nad

izkušnjami, so statistično značilne razlike med državama. Torej nemški nadzorniki so bolj kompetentni kot slovenski. Razlik v neodvisnosti članov med družbami ni, saj tudi nemška zakonodaja določa, da je število predstavnikov zaposlenih v nadzornem svetu, med eno tretjino in polovico vseh članov (Government Commission, 2012, str. 1). Nekoliko pa k manjši neodvisnosti pripomore tudi koncentracija lastništva, saj je tudi ta v Nemčiji precej visoka (evropski kontinentalni model) in večjim delničarjem omogoča imenovati svoje predstavnike v nadzorni svet. Prav tako ni razlik v stabilnosti nadzornega sveta, saj v obeh državah prihaja do pogostih odstopov in menjav članov.

Tabela 19: Mednarodna primerjava po ostalih spremenljivkah kakovosti nadzora

	Družbe	Aritmetična sredina	Stand. odklon	T test	Stopnja značilnosti
Izobrazba	Slovenske Nemške	2,43 2,65	0,323 0,325	-2,203	0,033
Izkušnje	Slovenske Nemške	1,84 1,98	0,309 0,286	-1,527	0,135
Kompetence	Slovenske Nemške	4,27 4,63	0,317 0,409	-3,197	0,003
Neodvisnost	Slovenske Nemške	0,51 0,50	0,135 0,185	0,349	0,729
Intenzivnost	Slovenske Nemške	10,54 6,14	4,009 1,695	4,625	0,000
Komisije	Slovenske Nemške	1,95 3,25	0,789 1,299	-3,912	0,000
Stabilnost	Slovenske Nemške	0,57 0,56	0,318 0,205	0,192	0,848
Samoocenjevanje	Slovenske Nemške	0,71 0,82	0,405 0,264	-1,015	0,316
Državno lastništvo	Slovenske Nemške	24,55 6,54	25,462 16,675	2,711	0,010
Prvi trije lastniki	Slovenske Nemške	50,92 39,58	17,726 22,402	1,820	0,076
Prvih pet lastnikov	Slovenske Nemške	59,41 46,81	15,229 23,387	2,069	0,045

Tudi nemški kodeks (Government Commission, 2012, str. 13) priporoča, da nemški nadzorni sveti opravijo oceno svojega dela, zato ne prihaja do bistvenih razlik pri tej spremenljivki. Poleg razlik v kompetentnosti med družbami so razlike tudi v intenzivnosti, komisijah in državnem lastništvu. Slovenski nadzorniki so v proučevanem obdobju opravili več sej kot njihovi nemški kolegi. Nemška podjetja imajo ustanovljenih več komisij, kar pa je povezano tako z velikostjo družbe kot z velikostjo nadzornega sveta. Na voljo imajo torej več resursov za oblikovanje komisij nadzornega sveta. Država kot lastnik je prisotna le v štirih nemških javnih delniških družbah, in sicer le v družbah, ki so

strateškega pomena – Commerzbank (25 % delež), frankfurtsko letališče Fraport (32 % delež), hamburško pristanišče HHLA (68,5 % delež) in telekomunikacijski Deutsche Telekom (12,5 % delež).

4.6.4 Uspešnost družb

Nemške družbe so pri svojem poslovanju uspešne, saj so vsi trije računovodski kazalci pozitivni. V nasprotju s slovenskimi družbami imajo med družbami tudi normalno porazdelitev kazalca ROE (Priloga 3, Slika 2). Samo tri nemška borzna podjetja so imela v obdobju 2009–2012 negativno vrednost kazalca ROE, in sicer Commerzbank, Deutsche Telekom in manjša družba Zooplus.

Tabela 20: Mednarodna primerjava po uspešnosti

Družbe		Aritmetična sredina	Stand. odklon	T test	Stopnja značilnosti
ROE	Slovenske Nemške	-0,080 0,099	0,200 0,092	-3,718	0,001
ROA	Slovenske Nemške	-0,004 0,004	0,053 0,061	-2,318	0,026
Profitna marža	Slovenske Nemške	-0,057 0,047	0,141 0,050	-3,189	0,004

4.7 Vpliv kontrolnih spremenljivk na indikatorje kakovosti nadzora

V nadaljevanju sem bivariatno preizkušala hipoteze pod številko 2, in sicer kaj vpliva na indikatorje kakovosti nadzora. V strukturnem modelu na Sliki 6 sta to dve spremenljivki, lastništvo in velikost družbe.

Korelacijska matrika v Tabeli 21 potrjuje hipoteze 2d, 2e in 2f o vplivu velikosti družbe, saj je Pearsonov korelacijski koeficient pozitiven in statistično značilen. Velikost družbe pozitivno vpliva na velikost nadzornega sveta, intenzivnost in število komisij. Večja, kot je družba, večje je število sej, ki jih nadzorni svet opravi, večje je tudi število oblikovanih komisij in nadzornikov. Večja družba pomeni bolj kompleksno poslovanje, več poslovnih dogodkov in bolj kompleksne informacije, ki jih morajo nadzorniki analizirati. Hkrati je statistično značilna tudi povezava med velikostjo družbe in samoocenjevanjem. Z velikostjo družbe narašča tudi delež nadzornih svetov, ki se samoocenjujejo. Razlog je v razpoložljivosti resursov, ki jih imajo večje družbe na razpolago za izvajanje tovrstne aktivnosti.

Drugi sklop hipotez pod številko 2 se nanaša na lastništvo, in sicer koncentracija ter državno lastništvo. Korelacijska matrika v Tabeli 21 ne potrjuje hipotez 2a in 2b, torej da

državno lastništvo negativno vpliva na kompetentnost in neodvisnost njenih nadzornikov. Izkaže se, da večji delež, kot ga ima država v družbi, bolj bodo nadzorniki neodvisni. Pri čemer je treba upoštevati dejstvo, da je neodvisnost merjena po Kodeksu, ki pa ne predvideva politične pripadnosti nadzornikov in, da nadzorniki niso bili imenovani iz družb KAD in SOD, vendar pa na njihov predlog (neizpolnjen je pogoj o odvisnosti: ekonomsko, osebno ali kako drugače tesneje povezan z večjim delničarjem ali njegovo upravo). Statistično značilna povezava je tudi s številom komisij, velikostjo nadzornega sveta in stabilnostjo. Povezava je pri indikatorjih število komisij in velikost nadzornega sveta srednje močna ter pozitivna, saj sta omenjena indikatorja kakovosti nadzora povezana z velikostjo družb. Država je kot lastnica prisotna predvsem v družbah prve borzne kotacije (Tabela 13), ki so tudi večje v primerjavi z družbami v standardni in vstopni kotaciji. Povezava pa je s stabilnostjo srednje močna in negativna, kar je povezano z vpletanjem politike v poslovanje družbe.

Povezave pa so obratne pri koncentraciji lastništva. Večji, kot je delež, ki ga obvladujejo prvi trije lastniki v družbi, bolj bodo nadzorniki odvisni, saj imajo lastniki glede na delež pravico do imenovanja svojih nadzornikov. Omenjena povezava tako potrjuje hipotezo 2c. Povezava je negativna tudi pri indikatorjih intenzivnost in velikost nadzornega sveta. Lastnik, ki predstavlja velikega delničarja družbe, bo še na druge načine nadzoroval družbo in ne samo prek nadzornega sveta, kot je to značilno v primeru razpršenega lastništva (npr. v primeru konsolidiranja računovodskih izkazov pridruženih ali odvisnih družb). Ker veliki delničarji nastavljajo svoje nadzornike, tudi ne vidijo potrebe po ocenjevanju dela in sestave nadzornega sveta.

Tabela 21: Povezanost kontrolnih spremenljivk in indikatorjev kakovosti nadzora

		Komp.	Neodv.	Intenz.	Komisije	Stabil.	Samooc.	Št. član
Velikost družbe	Pearson	-0,077	0,243	0,404*	0,407*	-0,288	0,397*	0,661**
	Sig. (2)	0,735	0,154	0,015	0,014	0,089	0,016	0,000
	Število	22	36	36	36	36	36	36
Državno Lastn.	Pearson	-0,083	0,389*	0,618**	0,692**	-0,328*	0,197	0,535**
	Sig. (2)	0,714	0,019	0,000	0,000	0,051	0,250	0,001
	Število	22	36	36	36	36	36	36
Prvi trije lastniki	Pearson	-0,174	-	-0,373*	-0,241	0,080	-	-0,352*
	Sig. (2)	0,439	0,423*	0,025	0,157	0,642	0,581**	0,035
	Število	22	36	36	36	36	36	36

Legenda: *. značilno pod 5 % (2-stranski). **. značilno pod 1 % (2-stranski)

4.8 Ocena modela vpliva kakovosti nadzora na uspešnost družb s panelno regresijo

Hipoteza 1 trdi, da kakovost nadzora pozitivno vpliva na uspešnost družbe. Analiza se nanaša na štiriletno obdobje za iste proučevane enote, zato je za potrditev oz. zavrnitev omenjene hipoteze primerna uporaba panelne regresije (Wooldridge, 2014, str. 10). Uspešnost družbe je merjena s tremi računovodskimi kazalci, in sicer dobičkonosnost kapitala, dobičkonosnost sredstev ter profitna marža. Tako sem za testiranje hipoteze 1 uporabila tri različne modele. V panelno regresijo so vključene le slovenske družbe, pri čemer je iz vzorca izvzeta družba Istrabenz. Istrabenz je v omenjenih letih specifičen primer, saj je izguba v treh od štirih proučevanih letih presegala vrednost kapitala in v dveh letih je imel negativen kapital na dan izkaza finančnega položaja. Takšni finančni rezultati družbe imajo za posledico pozitiven in zelo visok ROE (v letu 2010 znaša vrednost 7,295 ali 729,5 %), kar izkrivlja rezultate ter možnost potrditve oz. zavrnitve modela na ekstremnih podatkih.

Hausmanov test o uporabi modela s stalnimi ali modela s slučajnimi učinki ni zavrnil ničelne hipoteze in tako določil uporabo modela s slučajnimi učinki za vse tri računovodske kazalce. V nasprotju z modelom s stalnimi učinki model s slučajnimi učinki predvideva, da individualni učinki niso korelirani z neodvisnimi spremenljivkami (enačba 6). Iz omenjene lastnosti lahko zapišem regresijsko enačbo (7).

$$\text{Cov}(X_{itj}, \varepsilon_i) = 0 \quad (6)$$

$$Y_{it} = \alpha + \beta_{KOM}P_{it} + \beta_{NEOD}I_{it} + \beta_{VEL}I_{it} + \beta_{INT}I_{it} + \beta_{KOM}I_{it} + \beta_{STAB}I_{it} + \beta_{OCEN}I_{it} + \beta_{KONC}I_{it} + u_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Rezultati so predstavljeni v spodnji tabeli. Tabela 22 je sestavljena iz treh modelov glede na posamezen računovodski kazalec uspešnosti družbe. Statistična značilnost koeficienta posameznega indikatorja kakovosti nadzora je označena z zvezdico (meja je postavljena pri 5 % stopnji značilnosti). Veljavnost celotnega modela v primeru modela s slučajnimi učinki je merjena s χ^2 -preizkusom, s katerim preverjamo ničelno domnevo, da so vsi regresijski koeficienti enaki nič. Hkrati je v tabeli zapisana tudi vrednost multiplega determinacijskega koeficienta (R^2), ki določa, kolikšen delež variabilnosti odvisne spremenljivke je pojasnjen z variabilnostjo neodvisnih spremenljivk (Wooldridge, 2014, str. 34).

Razen ene izjeme noben indikator kakovosti nadzora in kontrolna spremenljivka koncentracija lastništva niso vplivali na uspešnost slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2009–2012. Samoocenjevanje je edini indikator kakovosti nadzora, ki je vplival na dobičkonosnost sredstev. Vpliv tega indikatorja je pozitiven, kar sem zapisala v hipotezi 1g. Vrednost koeficienta pri tej neodvisni spremenljivki je 0,039, kar pomeni, če nadzorni

svet opravi oceno svojega dela, se dobičkonosnost sredstev v povprečju poveča za 0,039. Vsi trije modeli kot celota niso statistično značilni, saj je stopnja značilnosti za χ^2 -preizkus krepko nad mejo 0,05, ki postavlja območje sprejetja hipoteze. Tako ne morem sprejeti hipoteze 1 in podhipotez, ki se nanjo nanašajo. Kakovost nadzora in koncentracija lastništva pojasnjujeta le okoli 7 % variabilnosti uspešnosti poslovanja družb. Rezultati raziskave za slovenske javne delniške družbe niso v skladu z znanstveno literaturo, ki se nanaša na raziskave v drugih državah. Pri vključitvi neodvisnih spremenljivk v modele sem upoštevala njihovo multikolinearnost. Gujarati in Porter (2009, str. 338) predlagata, kadar Pearsonov korelacijski koeficient med dvema spremenljivkama presega vrednost 0,8, potem multikolinearnost predstavlja problem. V strukturnem modelu sta takšni spremenljivki intenzivnost dela in komisije (Priloga 6, Tabela 13). Četudi upoštevam to dejstvo in izločim eno spremenljivko iz regresijske enačbe, se rezultati ne spremenijo.

Tabela 22: Rezultati panelne regresije uspešnosti slovenskih družb

	1. model: ROE		2. model: ROA		3. model: profitna marža	
	koeficient	z test	koeficient	z test	koeficient	z test
Kompetence	-0,075	-0,52	0,005	0,16	-0,107	-1,07
Neodvisnost	-0,233	-0,70	0,029	0,39	-0,081	-0,34
Velikost NS	0,022	0,88	-0,001	-0,24	0,009	0,51
Intenzivnost	-0,002	-0,22	0,000	0,26	-0,006	-0,84
Komisije	-0,023	-0,43	-0,003	-0,30	-0,014	-0,35
Stabilnost	0,043	0,67	0,017	1,31	0,002	0,05
Samoocenjevanje	0,081	0,90	0,039	2,07*	0,064	0,97
Koncentracija last.	0,005	1,49	0,000	1,05	0,003	1,21
Konstanta	-0,039	-0,06	-0,110	-0,73	0,294	0,65
R ²	0,08		0,06		0,07	
St. značilnosti (χ^2)	0,705		0,537		0,657	

Za dodatno testiranje hipotez sem v panelni regresiji izločila spremenljivko kompetence. Z njeno izločitvijo se vzorec poveča, saj so izračuni v Tabeli 22 narejeni na podlagi 84 opazovanj (4 leta, 21 družb, za katere so na voljo podatki o kompetentnosti nadzornega sveta). V Tabeli 23 so regresijski koeficienti izračunani na podlagi 140 opazovanj (4 leta, 35 družb). Kljub povečanju vzorca ne pride do večjih sprememb v izračunu. Še vedno ne morem sprejeti hipoteze 1, da kakovost nadzora pozitivno vpliva na uspešnost družbe, saj so le tri spremenljivke statistično značilne. Tako kot v predhodnem primeru samoocenjevanje pozitivno vpliva na dobičkonosnost sredstev v drugem modelu in tokrat tudi z enakim vplivom na profitno maržo v tretjem modelu. V prvem in drugem modelu je statistično značilna konstanta. V prvem modelu pa še koncentracija lastništva pozitivno vpliva na dobičkonosnost kapitala. Z izločitvijo kompetenc se celo vrednost multiplega determinacijskega koeficienta zniža.

Tabela 23: Rezultati prilagojene panelne regresije uspešnosti slovenskih družb

	1. model: ROE		2. model: ROA		3. model: profitna marža	
	koeficient	z test	koeficient	z test	koeficient	z test
Neodvisnost	-0,069	-0,43	-0,012	-0,25	-0,131	-0,90
Velikost NS	0,016	0,99	0,001	0,29	0,015	1,04
Intenzivnost	-0,005	-0,65	0,001	0,37	-0,004	-0,62
Komisije	-0,004	-0,11	0,000	0,02	-0,004	-0,14
Stabilnost	0,028	0,67	0,012	1,17	-0,015	-0,42
Samoocenjevanje	0,089	1,43	0,041	2,34*	0,095	1,72**
Koncentracija last.	0,004	1,94**	0,001	1,55	0,002	1,30
Konstanta	-0,366	-1,89**	-0,102	-1,71**	-0,232	-1,32
R ²	0,06		0,06		0,03	
St. značilnosti (χ^2)	0,364		0,326		0,463	

Legenda: *. značilno pod 5 %

**. značilno pod 10 %

Isti strukturni model kot ga prikazuje Slika 6 bom uporabila še za nemške borzne družbe in s tem primerjala regresijski enačbi za družbe v dveh državah. Rezultati panelne regresije za nemške družbe so prav tako sestavljeni iz treh modelov: ROE, ROA in profitna marža. Za vsak model posebej sem naredila Hausmanov test o uporabi modela s stalnimi ali slučajnimi učinki. V nasprotju s slovenskimi družbami je Hausmanov test pokazal uporabo modela s stalnimi učinki za model z ROE in model z ROA, kar naj bi posledično pomenilo, da individualni učinki vplivajo na neodvisne spremenljivke in ne na odvisno. Za model s profitno maržo pa je tako kot za slovenske družbe uporabljen model s slučajnimi učinki.

Testiranje hipoteze v programu STATA je pokazalo, da je mnogo več spremenljivk statistično značilnih kot v primeru slovenskih družb. Najpomembnejši vpliv na uspešnost nemških družb ima kontrolna spremenljivka koncentracija lastništva, in sicer je vpliv negativen, kot sem to predvidela s hipotezo 1i za slovenske družbe. Vpliv števila komisij se je izkazal za negativnega v dveh modelih. Statistično pozitiven vpliv na dobičkonosnost sredstev pa imata kompetentnost in stabilnost nadzornega sveta. Prvi in drugi model kot celota sta statistično značilna, saj je F test zavrnil, da so vsi regresijski koeficienti enaki nič. Vrednost F testa za oba modela je nič ter pomeni, da kakovost nadzora in koncentracija lastništva vplivata na uspešnost nemških družb. Strukturni model pojasnjuje 55 % oz. 57 % variabilnost dobičkonosnosti kapitala in sredstev. V primeru profitne marže pa model statistično značilno ne potrjuje vpliva kakovosti nadzora in koncentracije lastništva na omenjeni kazalec uspešnosti, kar velja tudi za slovenske družbe.

Tabela 24: Rezultati panelne regresije uspešnosti nemških družb

	1. model: ROE		2. model: ROA		3. model: profitna marža	
	koeficient	t test	koeficient	t test	koeficient	z test
Kompetence	0,082	0,96	0,039	1,89**	-0,010	-0,44
Neodvisnost	0,056	0,36	0,048	1,26	-0,107	-2,14*
Velikost NS	-0,012	-0,71	-0,004	-0,95	-0,004	-1,73**
Intenzivnost	-0,011	-1,76**	-0,001	-0,88	-0,004	-1,36
Komisije	-0,187	-1,93**	-0,059	-2,46*	-0,008	-0,70
Stabilnost	0,025	1,51	0,009	2,19*	0,005	0,62
Samooocenjevanje	0,037	1,36	0,009	1,28	0,009	0,72
Koncentracija last.	-0,008	-5,60*	-0,002	-5,60*	-0,001	-1,74**
Konstanta	0,823	1,92**	0,155	1,46	0,270	2,15*
R ²	0,55		0,57		0,20	
test	F: 0,000*		F: 0,000*		χ^2 : 0,113	

Legenda: * . značilno pod 5 %

** . značilno pod 10 %

4.9 Analiza odvisnosti prejemkov nadzornih svetov glede na kakovost nadzora

V naslednji fazi testiram hipoteze pod tretjim sklopom, ki se nanašajo na prejemke nadzornega sveta. Hipoteze preizkušajo povezanost dveh indikatorjev kakovosti nadzora, kontrolne spremenljivke in uspešnosti družbe s prejemki članov nadzornega sveta. Pred rezultati testiranja omenjenih hipotez je predstavljena opisna statistika prejemkov članov nadzornega sveta v obdobju 2009–2012. Vse analize se nanašajo na povprečne prejemke posameznega člana nadzornega sveta, saj so prejemki nadzornega sveta kot celota močno in pozitivno odvisni od velikosti nadzornega sveta (Pearsonov korelacijski koeficient za spremenljivki znaša 0,719). Z izračunom prejemkov na posameznega nadzornika je mogoča primerjava med družbami in posameznimi leti.

Tabela 25 analizira prejemke na člana nadzornega sveta glede na borzno kotacijo, kamor so slovenske družbe uvrščene. Povprečna vrednost prejemkov v obdobju 2009–2012 znaša 10.237 € na nadzornika. Družbe v prvi borzni kotaciji izplačujejo največ za delo nadzornemu svetu, medtem ko družbe v vstopni kotaciji izplačujejo najmanj. Kljub temu analiza variance za tri medsebojno neodvisne skupine ne kaže statistično značilnih razlik med borznimi kotacijami. S programom SPSS izračunana točna stopnja značilnosti je namreč malo nad mejo, ki je postavljena pri 5 %. Ta je posledica dejstva, da razlik ni med prvo in standardno kotacijo, medtem ko so razlike v prejemkih med prvo ter vstopno kotacijo, kar v Prilogi 2 obrazloži podrobnejši izračun s pomočjo LSD testa. Izsledki analize kažejo, da sta v vstopni kotaciji družbi, ki imata med vsemi 36 družbami največji in

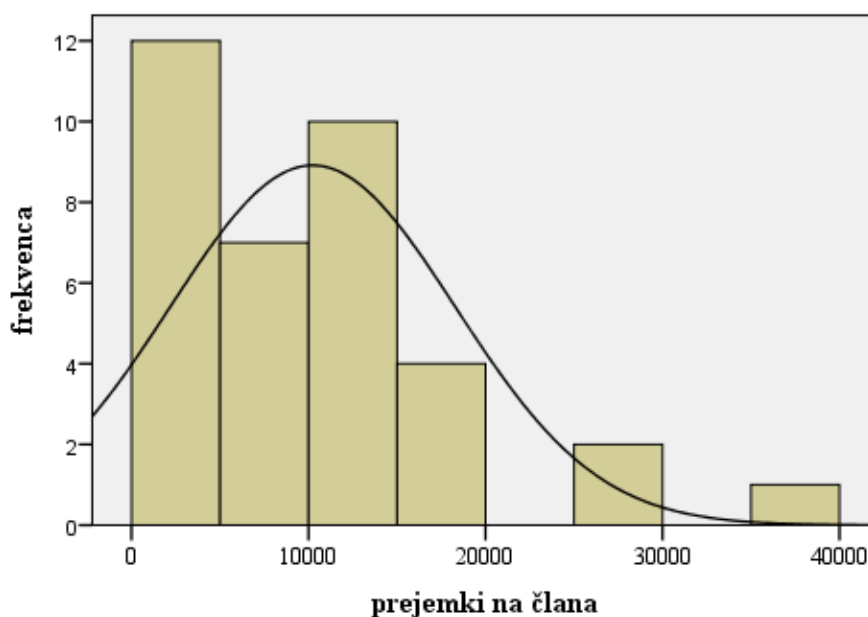
najmanjši povprečni prejemek na člana nadzornega sveta. To sta družbi Probanka in Tekstina.

Tabela 25: Prejemki na člana nadzornega sveta glede na borzno kotacijo v €

	Število družb	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Min.	Maks.	F test	Stopnja značilnosti
Prva	10	13.793	4.533	8.276	25.001	2,710	0,081
Standardna	13	11.232	7.194	704	26.064		
Vstopna	13	6.505	9.766	509	37.532		
Skupaj	36	10.237	8.055	509	37.532		

Slika 22 prikazuje desno asimetrično porazdelitev prejemkov na člana nadzornega sveta. Vrednost mediane znaša 9.715 € in je v primeru desno asimetrične porazdelitev manjša od povprečne vrednosti. Interpretacija mediane je, da je imelo kvečjemu 9.715 € prejemkov na nadzornika polovica borznih družb, proučevana preostala polovica družb pa je imela več kot 9.715 € prejemkov na nadzornika.

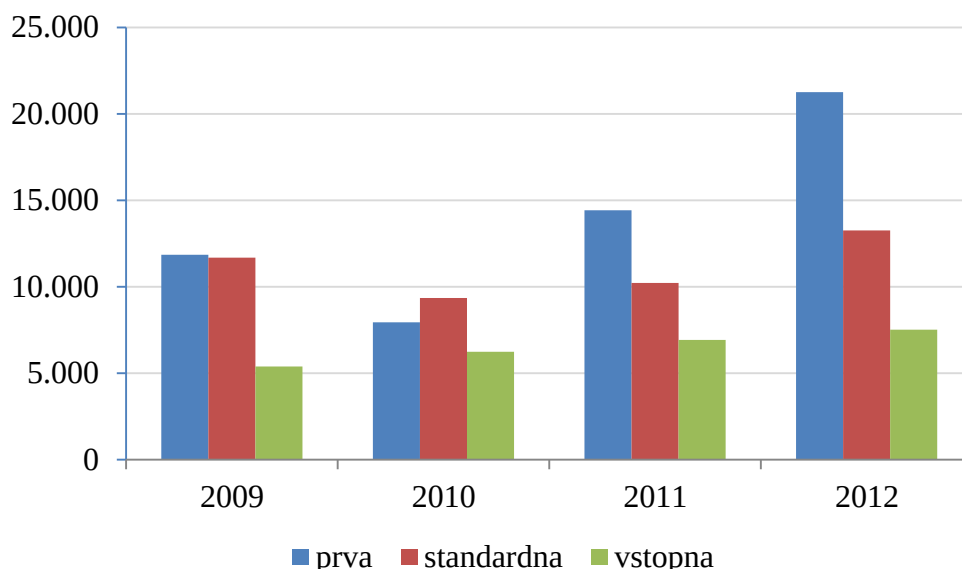
Slika 22: Porazdelitev spremenljivke prejemki na člana nadzornega sveta



V obdobju 2009–2012 je najprej med leti 2009 in 2010 prišlo do padca povprečnih prejemkov na nadzornika za prvo in standardno kotacijo, nato pa do njihovega porasta, kar izpostavlja Slika 23. Razlog za takšno gibanje v omenjenem obdobju je poseganje države v prejemke nadzornega sveta družb v večinski lasti države. Januarja 2009 je bil sprejet Sklep Vlade RS, ki je razpolovil sejnine in izključil udeležbo pri dobičku, kar je kasneje prepovedal tudi ZGD-1. V januarju 2011 so bila sprejeta Merila za plačila članom nadzornih svetov s kapitalskimi naložbami države, ki so vpeljala plačilo za opravljanje funkcije ter s tem uskladila strukturo prejemkov s Kodeksom in Priporočili. Večina družb

je nova merila uveljavila s sklepi skupščin v letu 2011, zato se šele v letu 2012 kaže popoln vpliv spremembe. Temu je sledila splošna praksa tudi v drugih družbah, ki nimajo večinskega deleža države (Slapničar et al., 2013, str. 25). Največji porast je zato najbolj opazen pri družbah prve kotacije, saj ima država kot lastnica največji delež ravno v teh družbah (Tabela 23).

Slika 23: Prejemki na člana nadzornega sveta v obdobju 2009–2012



Metoda, ki sem jo uporabila za testiranje hipotez, je prav tako panelna regresija. Glede na tri različne računovodske kazalce za merjenje uspešnosti družbe sem zato oblikovala tri modele kot pri testiranju hipotez pod številko 1. Tudi v tem primeru velja, da je družba Istrabenz izločena iz analiziranja zaradi neodvisnih spremenljivk uspešnosti družbe.

Hausmanov test za testiranje hipotez o prejemkih na člana nadzornega sveta predvideva uporabo modela s slučajnimi učinki. Torej, da individualni učinki niso korelirani z neodvisnimi spremenljivkami, ampak da razlike med slovenskimi javnimi delniškimi družbami v obdobju 2009–2012 vplivajo na prejemke nadzornikov. Iz vsega navedenega in hipotez lahko zapišem naslednjo regresijsko enačbo (8), pri čemer s hipotezo 3d predvidevam, da je regresijski koeficient pri neodvisni spremenljivki uspešnost družbe 0 oz. ni statistično značilen. V regresijski enačbi (8) i predstavlja proučevano enoto, tj. družbo, t leto, α regresijsko konstanto, β regresijski koeficient za vsako neodvisno spremenljivko in ε napako.

$$PREJ_{it} = \alpha + \beta KOMP_{it} + \beta VELDR_{it} + \beta INT_{it} + \beta USP_{it} + u_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Rezultati panelne regresije, predstavljeni v Tabeli 26, potrjujejo vse tri modele kot celoto oz. potrjujejo regresijsko enačbo (enačba 8), saj je s χ^2 zavrnjena ničelna domneva, da so vsi regresijski koeficienti enaki nič. Vrednost multiplega determinacijskega koeficienta se

za vse tri modele giblje okoli vrednosti 0,2. 20 % variabilnost prejemkov na člana nadzornega sveta je pojasnjenih z variiranjem spremenljivk kompetenc, velikostjo družbe, intenzivnostjo dela nadzornega sveta in uspešnosti družbe. Vsi koeficienti v regresijski enačbi pa niso statistično značilni. Kompetence kot ena od neodvisnih spremenljivk imajo v vseh treh modelih pozitiven predznak, kot sem predvidela s hipotezo 3a, vendar pa koeficient ni statistično značilen, s čimer hipoteze 3a ne morem sprejeti.

Tabela 26: Rezultati panelne regresije prejemkov na člana nadzornega sveta

	1. model		2. model		3. model	
	koeficient	z test	koeficient	z test	koeficient	z test
Kompetence	5478,43	1,50	5639,42	1,48	4745,7	1,33
Velikost družbe	2893,21	2,14*	2703,75	1,85	2863,27	2,24*
Intenzivnost	309,24	1,52	350,47	1,69	272,84	1,33
ROE	-4934,29	-1,85				
ROA			-880,59	-0,06		
Profitna marža					-7679,84	-2,12*
R ²	0,24		0,18		0,27	
χ ²	0,009*		0,056*		0,004*	

Legenda: *, značilno pod 5 %

Izkaže se, da 2. model v Tabeli 26 nima niti enega regresijskega koeficienta statistično značilnega, model kot celota pa je statistično značilen. Kar pa ni posledica multikolinearnosti med neodvisnimi spremenljivkami, saj sta srednje močno in statistično značilno med seboj povezani le velikost družbe in intenzivnost dela (Tabela 13 v Prilogi 6). Ker so vrednosti v Tabeli 26 izračunane le na podlagi 84 opazovanj (4 leta in 21 družb) zaradi spremenljivke kompetentnosti (vse družbe ne razkrivajo kompetentnost nadzornikov), sem testirala hipoteze 3b, 3c in 3d še brez omenjene spremenljivke. Število opazovanj se poveča na 140 (4 leta in 35 družb). S povečanjem vzorca so rezultati v Tabeli 27 nekoliko drugačni kot v Tabeli 26. Vse tri hipoteze so z novim izračunom potrjene. Prejemki na člana nadzornega sveta so pozitivno odvisni od velikosti družbe in intenzivnosti dela (števila sej) ter neodvisni od uspešnosti družbe. Slovenske borzne družbe so se v obdobju 2009–2012 držale določbe 284. člena ZGD-1 ter upoštevale Kodeks in Priporočila o strukturi prejemkov nadzornega sveta. Vsi trije modeli, ki imajo za neodvisno spremenljivko različen kazalec uspešnosti družbe, so statistično značilni. Vendar je variabilnost prejemkov na člana nadzornega sveta z neodvisnimi spremenljivkami pojasnjena le okoli 20%. Kot že omenjeno, je v obdobju 2009–2012 Vlada RS s svojimi sklepi regulirala prejemke nadzornega sveta družb v večinski lasti države, čemur pa so sledile tudi druge družbe.

Tabela 27: Rezultati prilagojene panelne regresije prejemkov na člana nadzornega sveta

	1. model		2. model		3. model	
	koeficient	z test	koeficient	z test	koeficient	z test
Velikost družbe	3225,04	2,73*	2996,02	2,47*	3205,23	2,68*
Intenzivnost	336,66	1,95*	367,61	2,12*	343,84	1,98*
ROE	-3729,07	-1,56				
ROA			8527,52	0,91		
Profitna marža					-3524,84	-1,27
R ²	0,23		0,21		0,22	
St. značilnosti (χ^2)	0,000*		0,002*		0,001*	

Legenda: * . značilno pod 5 %

4.10 Omejitve raziskave

Na podlagi analiziranih podatkov sem nekatere hipoteze lahko sprejela, ostalih pa nisem mogla potrditi. Predvsem ne morem potrditi prvega sklopa hipotez, ki pravi, da kakovost nadzora vpliva na uspešnost družbe. Medtem ko sem potrdila večino hipotez, ki se nanašajo na tretji sklop hipotez, tj. vplivi na prejemke nadzornega sveta. Kljub temu pa je pomenljivo to, da nadzorniki niso plačani glede na svojo strokovnost, pač pa glede na število sej in glede na velikost družbe. Vendar pa je pri interpretaciji dobljenih rezultatov treba upoštevati tudi nekatere omejitve raziskave, ki so opisane v odstavkih.

Na Ljubljanski borzi je na dan 31. 12. 2013 kotiralo le 58 družb. Po izločitvi družb, ki niso primerne za primerjavo in testiranje hipotez, je v vzorcu ostalo le še 36 družb, kar pa predstavlja majhen vzorec. Vseh 36 ne objavlja podatkov o kompetentnosti nadzornega sveta, saj so nekatere družbe kljub uvrstitvi na borzo še vedno zaprte in netransparentne. Ob večjem vzorcu bi bili lahko rezultati drugačni. Naslednja značilnost družb je panoga, v kateri družbe delujejo. Podjetja delujejo v različnih panogah, kar pomeni različne poslovne prakse, različne zahteve za poročanje in različne druge vidike korporativnega upravljanja (ki se ne nanašajo na nadzorni svet), kar posledično pomeni težjo primerljivost med družbami.

Naslednji vidik, ki ga izpostavlja znanstvena literatura ob proučevanju korporativnega upravljanja, je endogenost. Tako kot lahko neodvisna spremenljivka vpliva na odvisno, lahko tudi odvisna vpliva na neodvisno spremenljivko. Hermalin in Weisbach (2003, str. 8) pojasnjujeta endogenost z naslednjim primerom. Uspešnost družbe je rezultat dejavnosti, ki jih je opravil prejšnji management, in hkrati je uspešnost družbe faktor, ki potencialno vpliva na odločitve trenutnega managementa. Primer v magistrskem delu je intenzivnost dela, ki kot neodvisna spremenljivka vpliva na uspešnost družbe, vendar pa se je v času proučevanja intenzivnost dela povečala ravno zaradi rezultatov družb. Vpliv spremenljivk v obe smeri ima lahko za posledico statistično neznačilne razlike.

Strukturni model temelji na znanstveni literaturi, slovenski zakonodaji in priporočilih. Pri tem obstaja možnost, da vsi indikatorji, ki bi vplivali na kakovost nadzora niso vključeni v model, ali pa so v model vključeni indikatorji nadzora, ki vsebinsko ne izboljšujejo strukturnega modela. Na uspešnost družb vpliva še mnogo drugih pomembnejših dejavnikov kot samo kakovost nadzora in koncentracija lastništva. Primeri so kakovost managementa, vodenje družb in politični vpliv na družbe v državnem lastništvu, ki pa ni predmet te raziskave.

SKLEP

Nadzorni sveti imajo v družbah pomembno vlogo, saj zagotavljajo ustrezno korporativno upravljanje, rešujejo agentski problem, zagotavljajo, da se uprava ne oddalji od interesov delničarjev ter s svojim znanjem in izkušnjami predstavljajo neprecenljivo podporo, na katero se uprava lahko obrne pri razreševanju različnih problemov. V danih situacijah se zato izpostavlja pomembnost kakovosti nadzora in kompetentnost nadzornega sveta. Namreč, nedelovanje nadzornega sveta, njegova slaba sestava in nekompetentnost je nekaj vzrokov zadnje finančne krize.

Z magistrskim delom sem si tako postavila raziskovalno vprašanje, kako kakovost nadzora v slovenskih javnih delniških družbah vpliva na uspešnost družb v obdobju 2009–2012. Pri tem sem se navezala tudi na tri poročila, ki so za obdobje 2004 do 2006 proučila sistem slovenskega korporativnega upravljanja. S svojo raziskavo za obdobje 2009–2012 ugotavljam, da imajo družbe še vedno visoko koncentracijo lastništva, država je še vedno neposredno ali posredno preko sklada KAD in SOD velik delničar v družbah, se vpleta v poslovanje družbe, saj imajo družbe z državnim deležem večjo nestabilnost nadzornega sveta, in v povprečju imajo družbe manj kot polovico neodvisnih nadzornikov, s čimer se ne izpolnjuje priporočilo Kodeksa. Vendar pa se je delež neodvisnih nadzornikov v proučevanem obdobju višal za vse družbe, ne glede na borzno kotacijo. Prav tako velja, da so družbe bolj sledile priporočilom Kodeksa glede ocenjevanja dela nadzornega sveta in števila oblikovanih komisij nadzornega sveta.

Z ekonometrično analizo, tj. panelno regresijo, sem testirala zgoraj omenjeno hipotezo in ne morem potrditi, da kakovost nadzora ter koncentracija lastništva vplivata na uspešnost slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2009–2012. Potrjujem pa, da koncentracija negativno vpliva na neodvisnost slovenskih nadzornikov ter da velikost družbe pozitivno vpliva na velikost nadzornega sveta, intenzivnost nadzora in število komisij. Primerjalna analiza z nemškimi javnimi delniškimi družbami je pokazala, da so nemški nadzorniki bolj kompetentni kot slovenski. S panelno regresijo za nemške družbe lahko potrdim vpliv kakovosti nadzora in koncentracije lastništva na uspešnost teh družb.

Tretji vsebinski del magistrskega dela so prejemki nadzornega sveta. Glavno sporočilo analize je, da so se slovenske borzne družbe v obdobju 2009–2012 držale določbe ZGD-1 ter upoštevale Kodeks in Priporočila o strukturi prejemkov nadzornega sveta. Prejemki na člana nadzornega sveta so tako odvisni od velikosti družbe in števila sej ter neodvisni od uspešnosti družbe. Pri tem je treba upoštevati tudi dejstvo, da je Vlada RS v tem obdobju regulirala prejemke nadzornih svetov družb v večinski lasti države.

Magistrsko delo zaključujem z mislijo, da na uspešnost družb vpliva še mnogo drugih dejavnikov in ne samo kakovost nadzora. Najbolj izpostavljen dejavnik je kakovost managementa in njihovo vodenje družbe, ki predstavlja drug način reševanja agentskega problema: motiviranje agenta, kar pa ni predmet moje raziskave. Vsekakor ima nadzorni svet pomembno vlogo v družbi in v njenem korporativnem upravljanju.

LITERATURA IN VIRI

1. Adams, R. (2003). What do Boards do? Evidence from Board Committee and Director Compensation Data. Najdeno 17. marca 2014 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=397401
2. Afshan, N., Chhetri, P., & Pradhan, S. (2011). Board, Ownership Structure & Pay and Firm Performance: A Literature Review. *The IUP Journal of Corporate Governance* 10(2), 82–92.
3. Bajuk, J. (b. l.). Upravljanje kapitalskih družb. Priročnik za člane nadzornih svetov in upravnih odborov. Najdeno 4. januarja 2014 na spletnem naslovu http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/bajuk__dimitric_upravljanje_druzbo.pdf
4. Becker, B., Cronqvist, H., & Fahlenbrach, R. (2011). Estimating the Effects of Large Shareholder Using a Geographic Instrument. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(4), 907–942.
5. Bhagat, S., & Black, B. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *The Journal of Corporation Law*, 27(2), 231–273.
6. Boardman, A., & Vining, A. (1989). Ownership and performance in competitive environments: a comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises. *Journal of Law and Economics*, 32(1), 1–33.
7. Bohinc, R., Bratina, B., Ivanjko, Š., Bajuk, J., Podbevšek, A., Zorko, N., Zorin, F., Kovač, B., Glas, M., Gregorič, A., & Peršak, M. (2007). *Priročnik za člane nadzornih svetov in upravnih odborov*. Ljubljana: Združenje članov nadzornih svetov.
8. Borowski, I. (1984). Corporate accountability: the role of the independent director. *Journal of Corporation Law*, 9(3), 455–471.
9. *Börse Frankfurt Equities*. Najdeno 17. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.boerse-frankfurt.de/en/equities>
10. Boyatzis, R. (2008). Competencies in the 21st century. *Journal of Management Development*, 27(1), 5–12.
11. Bratina, B., Damijan, J. P., Gregorič, A., & Zajc, K. (2005). *Neodvisnost članov nadzornih svetov v Sloveniji: poročilo o upravljanju javnih delniških družb 2005*. Ljubljana: Ljubljanska borza, Združenje članov nadzornih svetov in Združenje managerjev Slovenije.
12. Bregar, L., Pfajfar, L., & Ograjenšek, I. (2009). *Osnove statistike za ekonomiste: 2. zvezek*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
13. Brick, I.E., & Chidambaram, N.K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 533–553.
14. Brudney, V. (1982). The independent director – heavenly city or potemkin village? *Harvard Law Review*, 95(3), 597–663.
15. Cadbury, A., & The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992, 1. december). *The financial aspects of corporate governance*. London: Gee.

16. Conger, J.A., Finegold, D., & Lawler III, E.E. (1998). Appraising boardroom performance. *Harvard Business Review*, 76(1), 136–148.
17. Daily, C., & Dalton, D. (1994). Bankruptcy nad corporate governance: the impact of board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1603–1617.
18. Damijan, J., Gregorič, A., & Prašnikar, J. (2004). *Ownership Concentration and Firm Performance in Slovenia*. Leuven: LICOS Centre for Transition Economics.
19. De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197–210.
20. Denis K. D. (2001). Twenty – five years of corporate governance research...and counting. *Review of Financial Economics*, 10(3), 191–212.
21. DeZoort, F.T., Hermanson, D.R., Archambeault, D.S., & Reed, S.A. (2002). Audit committee effectiveness: a synthesis of the empirical audit committee literature. *Journal of Accounting Literature*, 21, 38–65.
22. Dulewicz, V., & Herbert, P. (2004). Does the Composition and Practice of Boards of Directors Bear Any Relationship to the Performance of their Companies? *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 263–280.
23. Easterwood, J.C., Ince, Ö., & Raheja, C.G. (2012). The evolution of boards and CEOs following performance declines. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 727–744.
24. Ehrlich, I., Gallais-Hamonno, G., Liu, Z., & Lutter, R. (1994). Productivity Growth and Firm Ownership: An Analytical and Empirical Investigation. *Journal of Political Economy*, 102(5), 1006–1038.
25. Evropska Komisija (2011, 5. april). *Zelena knjiga. Okvir EU za upravljanje podjetij*. Bruselj: Evropska Komisija, 2011.
26. Fairchild, L., & Li, J. (2005). Director Quality and Firm Performance. *The Financial Freview*, 40(2), 257–279.
27. Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.
28. Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
29. Forbes, D., & Milliken, F. (1999). Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24(3), 489–505.
30. Froud, J., Leaver, A., Tampakolon, G., & Williams, K. (2008). Everythnig for sale: how non.executive directors make difference. *The Sociological Review*, 56(1), 162–186.
31. Gerner-Beuerle, C., Paech, P., & Schuster, E.P. (2013). *Study on Directors' Duties and Liability*. London: London School of Economics.
32. Gispert, C. (1998). Board turnover and firm performance in spanish companies. *Investigaciones Economicas*, 22(3), 517–536.

33. Global Corporate Governance Forum – GCGF. (2008). *Corporate governance board leadership training resources kit – Part one*. Washington DC: Global Corporate Governance Forum, 2008.
34. Government Commission (2012). *German Corporate Governance Code*. Najdeno 17. marca 2014 na spletnem naslovu http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_germany_15may2012_en.pdf
35. Gujarati, D. N., & Porter, D.C. (2009). *Basic Econometrics*. New York: McGraw-Hill.
36. Güner, B. A., Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Financial expertise of directors. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 323–354.
37. Hahn, P.D., & Lasfer, M. (2007). Has Governance Doomed Board Meetings? Najdeno 17. marca 2014 na spletnem naslovu http://www.bath.ac.uk/management/news_events/events/corp-cgr-2013/pdf/LasferMeziane.pdf
38. Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *The Economic Journal*, 105(430), 678–689.
39. Hau, H., & Thum, M. (2009). Subprime crisis and board (in-) competence: private versus public banks in Germany. *Economic Policy* 24(60), 701–752.
40. Hendry, J. (2005). Beyond Self-Interest: Agency theory and the Board in a Satisficing World. *British Journal of Management*, 16(1), 55–63.
41. Hermalin, B. E., & Weisbach, M.S. (1991). The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 20(4), 101–112.
42. Hermalin, B. E., & Weisbach, M.S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7–26.
43. Higgs, D. (2003). *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*. London: The Department of Trade and Industry.
44. International Chamber of Commerce (ICC). (2004). *Corporate governance worldwide*. Paris: International Chamber of Commerce, 2004.
45. Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of International Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
46. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
47. Johnson, J., Daily, C., & Ellstrand A. (1996). Boards of Directors: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409–438.
48. Jungmann, C. (2006). The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems. Evidence from the UK and Germany. *European Company and Financial Law Review*, 3(4), 426–474.
49. Kiel, G.C., & Nicholson, G. J. (2005). Evaluating boards and directors. *Corporate Governance: an International Review*, 13(5), 613–631.

50. Kirkpatrick, G. (2009). *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
51. Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375–400.
52. Kohont, A. (2011). *Vloge in kompetence menedžerjev človeških virov v kontekstu internacionalizacije* (doktorska disertacija). Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
53. Kose, J., & Lemma, S. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22(4), 371–403.
54. Košak, M., Lončarski, I., & Slapničar, S. (2010). Corporate governance in the Slovenian banking sector: an empirical survey. *Corporate governance of banks: special issue, Bančni vestnik*, 59(11), 29–38.
55. Kovač, B., Podbevšek, G. & Prijović, I. (2011). *Priročnik za vrednotenje učinkovitosti nadzornih svetov*. Ljubljana: Združenje nadzornikov Slovenije.
56. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1/2), 3–27.
57. Laing, D., & Weir, C.M. (1999). Governance structures, size and corporate performance in UK firms. *Management Decision*, 37(5), 457–464.
58. Ljubljanska borza, Združenje nadzornikov Slovenije in Združenje manager (2009, 8. december). *Kodeks upravljanja javnih delniških družb*. Ljubljana: Ljubljanska borza, Združenje nadzornikov Slovenije in Združenje manager.
59. Lucia, A. D., & Lepsinger, R. (1999). *The Art and Science of Competency Models: Pinpointing Critical Success Factors in Organizations*. San Francisco: Jossey – Bass/Pfeiffer.
60. Maassen, G. (2002). *An International Comparison of Corporate Governance Models*. Amsterdam: Spencer Stuart.
61. Maher, M., & Andersson, T. (1999). *Corporate governance: effects on firm performance and economic growth*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
62. Majcen, M. (2009). *Management kompetenc*. Ljubljana: GV Založba.
63. McCabe, M., & Nowak, M. (2008). The independent director on the board of company directors. *Managerial Auditing Journal*, 23(6), 545–566.
64. McClelland, D. (1973). Testing for Competence Rather Than for »Intelligence«. *American Psychologist*, 28(1), 1–14.
65. Megginson, W., & Netter, J. (2001). From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321–389.
66. Minichilli, A., Gabrielsson, J., & Huse, M. (2007). Board Evaluations: making a fit between the purpose and the system. *Corporate Governance: an International Review*, 15(4), 609–622.
67. Mura, R. (2007). Firm Performance: Do Non.Executive Directors Have Minds of their Own? Evidence form UK Panel Data. *Financial Management*, 36(3), 81–112.
68. O'Connell, V., & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and the board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), 387–399.

69. OECD (2004). *Načela korporativnega upravljanja OECD*. Pariz: Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj, 2004.
70. OECD (2009). *Corporate governance and the financial crisis: key findings and main messages*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 2009.
71. Papakonstantinou, F. (2010). Board of directors: the value of industry experience. Najdeno 17. marca 2014 na spletnem naslovu <https://workspace.imperial.ac.uk/people/Public/fpapakon/BoardExperience.pdf>
72. Pearce II, J.A., & Zahra, S.A. (1992). Board composition form a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411–438.
73. PriceWaterHouseCoopers (2003). *Audit Committees – good practices for meeting market expectations*. London: PriceWaterHouseCoopers, 2003.
74. Roberts, G. (1997). *Recruitment and selection: a competency approach*. London: Institute of Personnel and Development.
75. Roberts, J., McNulty, J., & Stiles, T. (2005). Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom. *British Journal of Management*, 16(1), 5–26.
76. Rovan, J. (2011). Metoda glavnih komponent in faktorska analiza. Najdeno 8. aprila 2014 na spletnem naslovu http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/196110/MTRD_7_metoda_glavnih_komponent_in_faktorska_analiza_2011_12.pdf
77. Rovan, J., & Turk, T. (2008). *Analiza podatkov s SPSS za Windows*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
78. Schleifer, A. (1998). State versus Private Ownership. *Journal of Economic Perspective*, 12(4), 133–150.
79. Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
80. Sklep o skrbnosti članov uprave in nadzornega sveta bank in hranilnic. *Uradni list RS* št. 62/11, 74/13.
81. Slapničar, S. (b. l.). Analiza računovodskih izkazov s kazalci. Gradivo za finančno analizo. Najdeno 24. Februarja 2014 na spletnem naslovu http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/191006/Analiza-gradivozaFinancnoanalizo.DOC
82. Slapničar, S., Prijović, I., & Novak, K. N. (2013). *Raziskava o prejemkih uprav in nadzornih svetov javnih delniških družb v Sloveniji v obdobju 2010–2012. Primerjava z obdobjem 2007–2009*. Ljubljana: Deloitte & Združenje nadzornikov Slovenije.
83. Spencer, L. M., & Spencer, S. M. (1993). *Competence at Work: Models for Superior Performance*. New York: John Willey & Sons.
84. Svetlik, I., Kohont, A., Gorišek, K., Rozman, B., & Lamberger, J. (2005). *Kompetence v kadrovski praksi*. Ljubljana: GV Izobraževanje.
85. Torres-Reyna, O. (b. l.). Panel Data Analysis. Fixed & Random Effects (using Stata 10.x). Najdeno 17. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.princeton.edu/~otorres/Panel101.pdf>

86. Turley, S., & Zaman, M. (2004). The Corporate Governance Effects of Audit Committees. *Journal of Management and Governance*, 8(3), 305–332.
87. Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142.
88. Van den Berghe, L., & Levrau, A. (2004). Evaluating boards of directors; what constitutes a good corporate board? *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 461–478.
89. Von Meyerinck, F., Oesch, D., & Schmid, M. (2012). The Value of Director Industry Experience. Najdeno 17. marca 2014 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2051063
90. Wooldridge, J.M. (2014). *Introduction to Econometrics*. Andover: Cengage Learning.
91. World Bank & IMF (May, 2004). *Report on the observance of standards and codes. Corporate governance country assessment – Slovenia*. World Bank and International Monetary Fund, 2004.
92. Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.
93. Zajc, K. (2007). Corporate governance in Slovenia. *Slovenian Law Review*, 3(1/2), 251–276.
94. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 42/2006, 60/2006 popr., 26/2007-ZDSU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008, 23/2009; Odl. US: U-I-268/06-35, 42/2009, 65/2009-UPB3, 83/2009; Odl. US: U-I-165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8, 33/2011, 91/2011; Skl. US: U-I-311/11-5, 32/2012, 57/2012, 44/2013; Odl. US: U-I-311/11-16, 82/2013.
95. Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju. *Uradni list RS* št. 42/2007-UPB1, 45/2008-ZArbit, 23/2009 Odl. US: U-I-268/06-35.
96. Zattoni, A., & Cuomo, F. (2010). How Independent, Competent and Incentivized Should Non-executive Directors Be? An Empirical Investigation of Good Governance Codes. *British Journal of Management*, 21(1), 63–79.
97. Združenje članov nadzornih svetov (2007, 7. junij). *Priporočila za članstvo, delo in plačilo članov nadzornih svetov in upravnih odborov*. Brdo pri Kranju: Združenje članov nadzornih svetov.
98. Zupan, N., Svetlik, I., Stanojević, M., Možina, S., Kohont, A., & Kaše, R. (2009). *Menedžment človeških virov*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam uporabljenih letnih poročil za analizo	1
Priloga 2: Posteriorna analiza – LSD	12
Priloga 3: Kompetence in uspešnost nemških družb	14
Priloga 4: Metoda glavnih komponent za spremenljivko velikost družbe	15
Priloga 5: Primerjalna analiza med slovenskimi družbami glede na javno objavo kompetentnosti nadzornega sveta	17
Priloga 6: Korelacije med spremenljivkami za slovenske javne delniške družbe	19

Priloga 1: Seznam uporabljenih letnih poročil za analizo

Slovenske javne delniške družbe

1. Abanka d.d.
 - Abanka d.d. (2009). Letno poročilo banke Abanka d.d. Ljubljana: Abanka d.d.
 - Abanka d.d. (2010). Letno poročilo banke Abanka d.d. Ljubljana: Abanka d.d.
 - Abanka d.d. (2011). Letno poročilo banke Abanka d.d. Ljubljana: Abanka d.d.
 - Abanka d.d. (2012). Letno poročilo banke Abanka d.d. Ljubljana: Abanka d.d.
2. Aerodrom Ljubljana d.d.
 - Aerodrom Ljubljana d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Aerodrom Ljubljana d.d. Brnik: Aerodrom Ljubljana d.d.
 - Aerodrom Ljubljana d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Aerodrom Ljubljana d.d. Brnik: Aerodrom Ljubljana d.d.
 - Aerodrom Ljubljana d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Aerodrom Ljubljana d.d. Brnik: Aerodrom Ljubljana d.d.
 - Aerodrom Ljubljana d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Aerodrom Ljubljana d.d. Brnik: Aerodrom Ljubljana d.d.
3. Alpetour d.d.
 - Alpetour d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Alpetour d.d. Kranj: Alpetour d.d.
 - Alpetour d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Alpetour d.d. Kranj: Alpetour d.d.
 - Alpetour d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Alpetour d.d. Kranj: Alpetour d.d.
 - Alpetour d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Alpetour d.d. Kranj: Alpetour d.d.
4. Cetis d.d.
 - Cetis d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Cetis d.d. Celje: Cetis d.d.
 - Cetis d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Cetis d.d. Celje: Cetis d.d.
 - Cetis d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Cetis d.d. Celje: Cetis d.d.
 - Cetis d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Cetis d.d. Celje: Cetis d.d.
5. Cinkarna Celje d.d.
 - Cinkarna Celje d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.
 - Cinkarna Celje d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.
 - Cinkarna Celje d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.
 - Cinkarna Celje d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.

6. Delo prodaja d.d.
 - Delo prodaja d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.
 - Delo prodaja d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.
 - Delo prodaja d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.
 - Delo prodaja d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.
7. Gea d.d.
 - Gea d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
 - Gea d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
 - Gea d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
 - Gea d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
8. Gorenje d.d.
 - Gorenje d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
 - Gorenje d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
 - Gorenje d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
 - Gorenje d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
9. Grand hotel Union d.d.
 - Grand hotel Union d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
 - Grand hotel Union d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
 - Grand hotel Union d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
 - Grand hotel Union d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
10. Helios d.d.
 - Helios d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Helios d.d. Domžale: Helios d.d.
 - Helios d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Helios d.d. Domžale: Helios d.d.
 - Helios d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Helios d.d. Domžale: Helios d.d.
 - Helios d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Helios d.d. Domžale: Helios d.d.

11. Intereuropa d.d.

- Intereuropa d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.
- Intereuropa d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.
- Intereuropa d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.
- Intereuropa d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.

12. Istrabenz d.d.

- Istrabenz d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.
- Istrabenz d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.
- Istrabenz d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.
- Istrabenz d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.

13. Kompas MTS d.d.

- Kompas MTS d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
- Kompas MTS d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
- Kompas MTS d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
- Kompas MTS d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.

14. Krka d.d.

- Krka d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.
- Krka d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.
- Krka d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.
- Krka d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.

15. Letrika d.d.

- Letrika d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Letrika d.d. Šempeter pri Gorici: Letrika d.d.
- Letrika d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Letrika d.d. Šempeter pri Gorici: Letrika d.d.
- Letrika d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Letrika d.d. Šempeter pri Gorici: Letrika d.d.
- Letrika d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Letrika d.d. Šempeter pri Gorici: Letrika d.d.

16. Luka Koper d.d.

- Luka Koper d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.
- Luka Koper d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.
- Luka Koper d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.
- Luka Koper d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.

17. Melamin d.d.

- Melamin d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.
- Melamin d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.
- Melamin d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.
- Melamin d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.

18. Mercator d.d.

- Mercator d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.
- Mercator d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.
- Mercator d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.
- Mercator d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.

19. Mlinotest d.d.

- Mlinotest d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
- Mlinotest d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
- Mlinotest d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
- Mlinotest d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.

20. Nama d.d.

- Nama d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.
- Nama d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.
- Nama d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.
- Nama d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.

21. Nova KBM d.d.

- Nova KBM d.d. (2009). Letno poročilo banke Nova KBM d.d. Maribor: Nova KBM d.d.
- Nova KBM d.d. (2010). Letno poročilo banke Nova KBM d.d. Maribor: Nova KBM d.d.
- Nova KBM d.d. (2011). Letno poročilo banke Nova KBM d.d. Maribor: Nova KBM d.d.
- Nova KBM d.d. (2012). Letno poročilo banke Nova KBM d.d. Maribor: Nova KBM d.d.

22. Petrol d.d.

- Petrol d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.
- Petrol d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.
- Petrol d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.
- Petrol d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.

23. Pivovarna Laško d.d.

- Pivovarna Laško d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.
- Pivovarna Laško d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.
- Pivovarna Laško d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.
- Pivovarna Laško d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.

24. Pozavarovalnica Sava d.d.

- Pozavarovalnica Sava d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
- Pozavarovalnica Sava d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
- Pozavarovalnica Sava d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
- Pozavarovalnica Sava d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.

25. Probanka d.d.

- Probanka d.d. (2009). Letno poročilo banke Probanka d.d. Maribor: Probanka d.d.
- Probanka d.d. (2010). Letno poročilo banke Probanka d.d. Maribor: Probanka d.d.
- Probanka d.d. (2011). Letno poročilo banke Probanka d.d. Maribor: Probanka d.d.
- Probanka d.d. (2012). Letno poročilo banke Probanka d.d. Maribor: Probanka d.d.

26. Salus d.d.

- Salus d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.
- Salus d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.
- Salus d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.
- Salus d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.

27. Sava d.d.

- Sava d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Kranj: Sava d.d.
- Sava d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Kranj: Sava d.d.
- Sava d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Kranj: Sava d.d.
- Sava d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Kranj: Sava d.d.

28. Tekstina d.d.

- Tekstina d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.
- Tekstina d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.
- Tekstina d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.
- Tekstina d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.

29. Telekom Slovenije d.d.

- Telekom Slovenije d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
- Telekom Slovenije d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
- Telekom Slovenije d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
- Telekom Slovenije d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.

30. Terme Čatež d.d.

- Terme Čatež d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Ljubljana: Terme Čatež d.d.
- Terme Čatež d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Ljubljana: Terme Čatež d.d.
- Terme Čatež d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Ljubljana: Terme Čatež d.d.
- Terme Čatež d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Ljubljana: Terme Čatež d.d.

31. Terme Dobrna d.d.

- Terme Dobrna d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
- Terme Dobrna d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
- Terme Dobrna d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
- Terme Dobrna d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna. Dobrna: Terme Dobrna d.d.

32. Unior d.d.

- Unior d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.
- Unior d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.
- Unior d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.
- Unior d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.

33. Velana d.d.

- Velana d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Velana d.d. Ljubljana: Velana d.d.
- Velana d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Velana d.d. Ljubljana: Velana d.d.
- Velana d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Velana d.d. Ljubljana: Velana d.d.
- Velana d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Velana d.d. Ljubljana: Velana d.d.

34. Zavarovalnica Triglav d.d.

- Zavarovalnica Triglav d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
- Zavarovalnica Triglav d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
- Zavarovalnica Triglav d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
- Zavarovalnica Triglav d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.

35. Zdravilišče Rogaška d.d.

- Zdravilišče Rogaška d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
- Zdravilišče Rogaška d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
- Zdravilišče Rogaška d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
- Zdravilišče Rogaška d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.

36. Žito d.d.

- Žito d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Žito d.d. Ljubljana: Žito d.d.
- Žito d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Žito d.d. Ljubljana: Žito d.d.
- Žito d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Žito d.d. Ljubljana: Žito d.d.
- Žito d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Žito d.d. Ljubljana: Žito d.d.

Nemške javne delniške družbe

1. Aareal Bank AG

- Aareal Bank AG (2009). Letno poročilo banke Aareal Bank AG. Wiesbaden: Aareal Bank AG.
- Aareal Bank AG (2010). Letno poročilo banke Aareal Bank AG. Wiesbaden: Aareal Bank AG.
- Aareal Bank AG (2011). Letno poročilo banke Aareal Bank AG. Wiesbaden: Aareal Bank AG.
- Aareal Bank AG (2012). Letno poročilo banke Aareal Bank AG. Wiesbaden: Aareal Bank AG.

2. Allianz AG

- Allianz AG (2009). Letno poročilo podjetja Allianz AG. München: Allianz AG.
- Allianz AG (2010). Letno poročilo podjetja Allianz AG. München: Allianz AG.
- Allianz AG (2011). Letno poročilo podjetja Allianz AG. München: Allianz AG.
- Allianz AG (2012). Letno poročilo podjetja Allianz AG. München: Allianz AG.

3. Bayer AG

- Bayer AG (2009). Letno poročilo podjetja Bayer AG. Leverkusen: Bayer AG.
- Bayer AG (2010). Letno poročilo podjetja Bayer AG. Leverkusen: Bayer AG.
- Bayer AG (2011). Letno poročilo podjetja Bayer AG. Leverkusen: Bayer AG.
- Bayer AG (2012). Letno poročilo podjetja Bayer AG. Leverkusen: Bayer AG.

4. Commerzbank AG

- Commerzbank AG (2009). Letno poročilo banke Commerzbank AG. Frankfurt am Main: Commerzbank AG.
- Commerzbank AG (2010). Letno poročilo banke Commerzbank AG. Frankfurt am Main: Commerzbank AG.
- Commerzbank AG (2011). Letno poročilo banke Commerzbank AG. Frankfurt am Main: Commerzbank AG.
- Commerzbank AG (2012). Letno poročilo banke Commerzbank AG. Frankfurt am Main: Commerzbank AG.

5. Continental AG

- Continental AG (2009). Letno poročilo podjetja Continental AG. Hanover: Continental AG.
- Continental AG (2010). Letno poročilo podjetja Continental AG. Hanover: Continental AG.
- Continental AG (2011). Letno poročilo podjetja Continental AG. Hanover: Continental AG.
- Continental AG (2012). Letno poročilo podjetja Continental AG. Hanover: Continental AG.

6. Deutsche Bank AG

- Deutsche Bank AG (2009). Letno poročilo banke/podjetja Deutsche Bank AG. Frankfurt am Main: Deutsche Bank AG.
- Deutsche Bank AG (2010). Letno poročilo banke/podjetja Deutsche Bank AG. Frankfurt am Main: Deutsche Bank AG.
- Deutsche Bank AG (2011). Letno poročilo banke/podjetja Deutsche Bank AG. Frankfurt am Main: Deutsche Bank AG.
- Deutsche Bank AG (2012). Letno poročilo banke/podjetja Deutsche Bank AG. Frankfurt am Main: Deutsche Bank AG.

7. Deutsche Telekom AG

- Deutsche Telekom AG (2009). Letno poročilo podjetja Deutsche Telekom AG. Bonn: Deutsche Telekom AG.
- Deutsche Telekom AG (2010). Letno poročilo podjetja Deutsche Telekom AG. Bonn: Deutsche Telekom AG.
- Deutsche Telekom AG (2011). Letno poročilo podjetja Deutsche Telekom AG. Bonn: Deutsche Telekom AG.
- Deutsche Telekom AG (2012). Letno poročilo podjetja Deutsche Telekom AG. Bonn: Deutsche Telekom AG.

8. Dürr AG

- Dürr AG (2009). Letno poročilo podjetja Dürr AG. Stuttgart: Dürr AG.
- Dürr AG (2010). Letno poročilo podjetja Dürr AG. Stuttgart: Dürr AG.
- Dürr AG (2011). Letno poročilo podjetja Dürr AG. Stuttgart: Dürr AG.
- Dürr AG (2012). Letno poročilo podjetja Dürr AG. Stuttgart: Dürr AG.

9. Fraport AG

- Fraport AG (2009). Letno poročilo podjetja Fraport AG. Frankfurt am Main: Fraport AG.
- Fraport AG (2010). Letno poročilo podjetja Fraport AG. Frankfurt am Main: Fraport AG.
- Fraport AG (2011). Letno poročilo podjetja Fraport AG. Frankfurt am Main: Fraport AG.
- Fraport AG (2012). Letno poročilo podjetja Fraport AG. Frankfurt am Main: Fraport AG.

10. Hawesko AG

- Hawesko AG (2009). Letno poročilo podjetja Hawesko AG. Hamburg: Hawesko AG.
- Hawesko AG (2010). Letno poročilo podjetja Hawesko AG. Hamburg: Hawesko AG.
- Hawesko AG (2011). Letno poročilo podjetja Hawesko AG. Hamburg: Hawesko AG.
- Hawesko AG (2012). Letno poročilo podjetja Hawesko AG. Hamburg: Hawesko AG.

11. HHLA AG

- HHLA AG (2009). Letno poročilo podjetja HHLA AG. Hamburg: HHLA AG.
- HHLA AG (2010). Letno poročilo podjetja HHLA AG. Hamburg: HHLA AG.
- HHLA AG (2011). Letno poročilo podjetja HHLA AG. Hamburg: HHLA AG.
- HHLA AG (2012). Letno poročilo podjetja HHLA AG. Hamburg: HHLA AG.

12. KWS Saat AG

- KWS Saat AG (2009). Letno poročilo podjetja KWS Saat AG. Einbeck: KWS Saat AG.
- KWS Saat AG (2010). Letno poročilo podjetja KWS Saat AG. Einbeck: KWS Saat AG.
- KWS Saat AG (2011). Letno poročilo podjetja KWS Saat AG. Einbeck: KWS Saat AG.
- KWS Saat AG (2012). Letno poročilo podjetja KWS Saat AG. Einbeck: KWS Saat AG.

13. Lanxess AG

- Lanxess AG (2009). Letno poročilo podjetja Lanxess AG. Leverkusen: Lanxess AG.
- Lanxess AG (2010). Letno poročilo podjetja Lanxess AG. Leverkusen: Lanxess AG.
- Lanxess AG (2011). Letno poročilo podjetja Lanxess AG. Leverkusen: Lanxess AG.
- Lanxess AG (2012). Letno poročilo podjetja Lanxess AG. Leverkusen: Lanxess AG.

14. Metro AG

- Metro AG (2009). Letno poročilo podjetja Metro AG. Düsseldorf: Metro AG.
- Metro AG (2010). Letno poročilo podjetja Metro AG. Düsseldorf: Metro AG.
- Metro AG (2011). Letno poročilo podjetja Metro AG. Düsseldorf: Metro AG.
- Metro AG (2012). Letno poročilo podjetja Metro AG. Düsseldorf: Metro AG.

15. Munich RE AG

- Munich RE AG (2009). Letno poročilo podjetja Munich RE AG. München: Munich RE AG.
- Munich RE AG (2010). Letno poročilo podjetja Munich RE AG. München: Munich RE AG.
- Munich RE AG (2011). Letno poročilo podjetja Munich RE AG. München: Munich RE AG.
- Munich RE AG (2012). Letno poročilo podjetja Munich RE AG. München: Munich RE AG.

16. Rational AG

- Rational AG (2009). Letno poročilo podjetja Rational AG. Landsberg am Lech: Rational AG.
- Rational AG (2010). Letno poročilo podjetja Rational AG. Landsberg am Lech: Rational AG.
- Rational AG (2011). Letno poročilo podjetja Rational AG. Landsberg am Lech: Rational AG.
- Rational AG (2012). Letno poročilo podjetja Rational AG. Landsberg am Lech: Rational AG.

17. RWE AG

- RWE AG (2009). Letno poročilo podjetja RWE AG. Essen: RWE AG.
- RWE AG (2010). Letno poročilo podjetja RWE AG. Essen: RWE AG.
- RWE AG (2011). Letno poročilo podjetja RWE AG. Essen: RWE AG.
- RWE AG (2012). Letno poročilo podjetja RWE AG. Essen: RWE AG.

18. Südzucker AG

- Südzucker AG (2009). Letno poročilo podjetja Südzucker AG. Mannheim: Südzucker AG.
- Südzucker AG (2010). Letno poročilo podjetja Südzucker AG. Mannheim: Südzucker AG.
- Südzucker AG (2011). Letno poročilo podjetja Südzucker AG. Mannheim: Südzucker AG.

- Südzucker AG (2012). Letno poročilo podjetja Südzucker AG. Mannheim: Südzucker AG.

19. TUI AG

- TUI AG (2009). Letno poročilo podjetja TUI AG. Hanover: TUI AG.
- TUI AG (2010). Letno poročilo podjetja TUI AG. Hanover: TUI AG.
- TUI AG (2011). Letno poročilo podjetja TUI AG. Hanover: TUI AG.
- TUI AG (2012). Letno poročilo podjetja TUI AG. Hanover: TUI AG.

20. VTG AG

- VTG AG (2009). Letno poročilo podjetja VTG AG. Hamburg: VTG AG.
- VTG AG (2010). Letno poročilo podjetja VTG AG. Hamburg: VTG AG.
- VTG AG (2011). Letno poročilo podjetja VTG AG. Hamburg: VTG AG.
- VTG AG (2012). Letno poročilo podjetja VTG AG. Hamburg: VTG AG.

21. Zooplus AG

- Zooplus AG (2009). Letno poročilo podjetja Zooplus AG. München: Zooplus AG.
- Zooplus AG (2010). Letno poročilo podjetja Zooplus AG. München: Zooplus AG.
- Zooplus AG (2011). Letno poročilo podjetja Zooplus AG. München: Zooplus AG.
- Zooplus AG (2012). Letno poročilo podjetja Zooplus AG. München: Zooplus AG.

Priloga 2: Posteriorna analiza – LSD

Samoocenjevanje

Tabela 1: Analiza variance za spremenljivko samoocenjevanje

	Vsota kvadratov	Stopinje prostosti	Ocena variance	F test	Stopnja značilnosti
Med skupinami	1,166	2	0,583	3,076	0,060
Znotraj skupin	6,256	33	0,190		
Skupaj	7,422	35			

Tabela 2: Posteriorna analiza LSD razlik med posameznimi skupinami za samoocenjevanje

		Povprečje razlik	Standardna napaka	Stopnja značilnosti
Prva	Standardna	0,369	0,183	0,052
	Vstopna	0,427*	0,183	0,026
Standardna	Prva	-0,369	0,183	0,052
	Vstopna	0,058	0,171	0,738
Vstopna	Prva	-0,427*	0,183	0,026
	Standardna	0,058	0,171	0,738

Legenda: *značilno pod 5 %

Prejemki na člana nadzornega sveta

Tabela 3: Analiza variance za spremenljivko prejemki na člana nadzornega sveta

	Vsota kvadratov	Stopinje prostosti	Ocena variance	F test	Stopnja značilnosti
Med skupinami	320.338.737	2	160.169.369	2,710	0,081
Znotraj skupin	1.950.350.080	33	59.101.518		
Skupaj	2.270.688.817	35			

Tabela 4: Posteriorna analiza LSD razlik med posameznimi skupinami za prejemke na člana

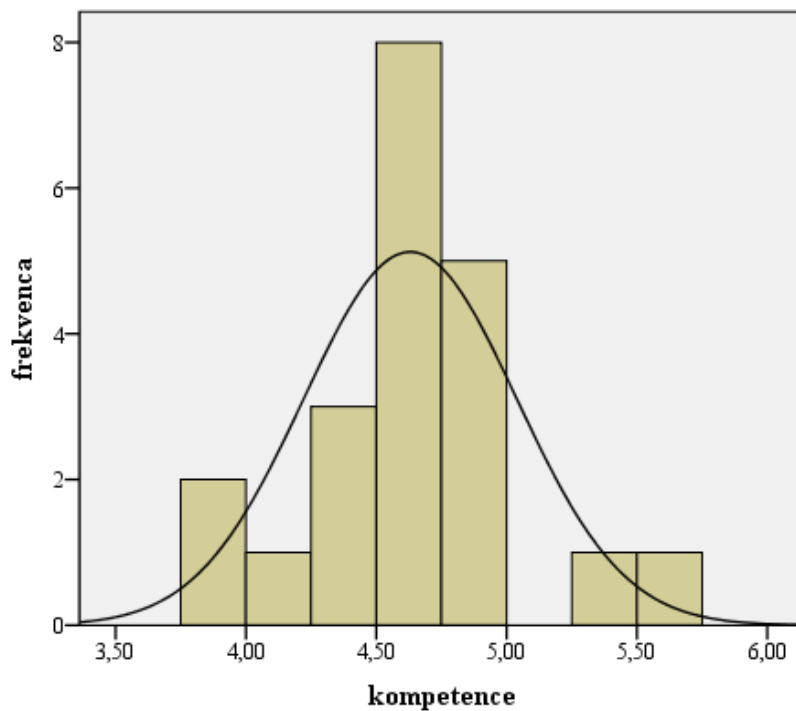
		Povprečje razlik	Standardna napaka	Stopnja značilnosti
Prva	Standardna	2.561	3.234	0,434
	Vstopna	7.287*	3.234	0,031
Standardna	Prva	-2.561	3.234	0,434
	Vstopna	4.727	3.015	0,127
Vstopna	Prva	-7.287*	3.234	0,031
	Standardna	-4.727	3.015	0,127

Legenda: *značilno pod 5 %

Priloga 3: Kompetence in uspešnost nemških družb

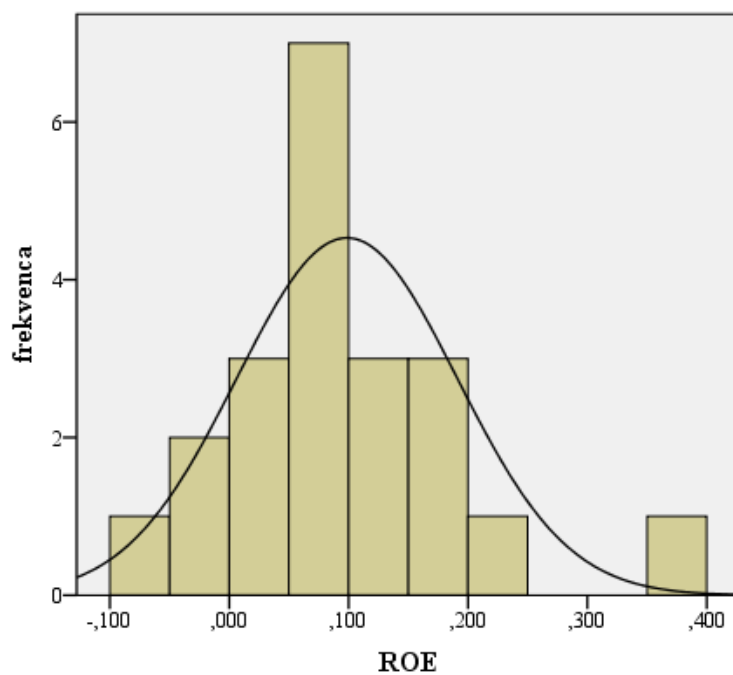
Kompetence nemških družb

Slika 1: Porazdelitev spremenljivke kompetence nemških družb



Uspešnost (ROE) nemških družb

Slika 2: Porazdelitev spremenljivke ROE nemških družb



Priloga 4: Metoda glavnih komponent za spremenljivko velikost družbe

Velikost družbe je sestavljena s pomočjo metode glavnih komponent iz treh spremenljivk, in sicer vrednost sredstev, prihodki v poslovnem letu in število zaposlenih.

Tabela 5: Opisna statistika spremenljivk, ki sestavljajo velikost družbe

	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Število družb
Sredstva	776.033.968	1.273.285.858	36
Prihodki	395.411.549	719.872.132	36
Število zaposlenih	2.359	4.318	36

Tabela 6: Korelacijska matrika

		Sredstva	Prihodki	Število zaposlenih
Pearsonov koeficient	Sredstva	1,000	0,403	0,402
	Prihodki	0,403	1,000	0,777
	Število zaposlenih	0,402	0,777	1,000
Stopnja značilnosti (1-stranski)	Sredstva		0,007	0,008
	Prihodki	0,007		0,000
	Število zaposlenih	0,008	0,000	

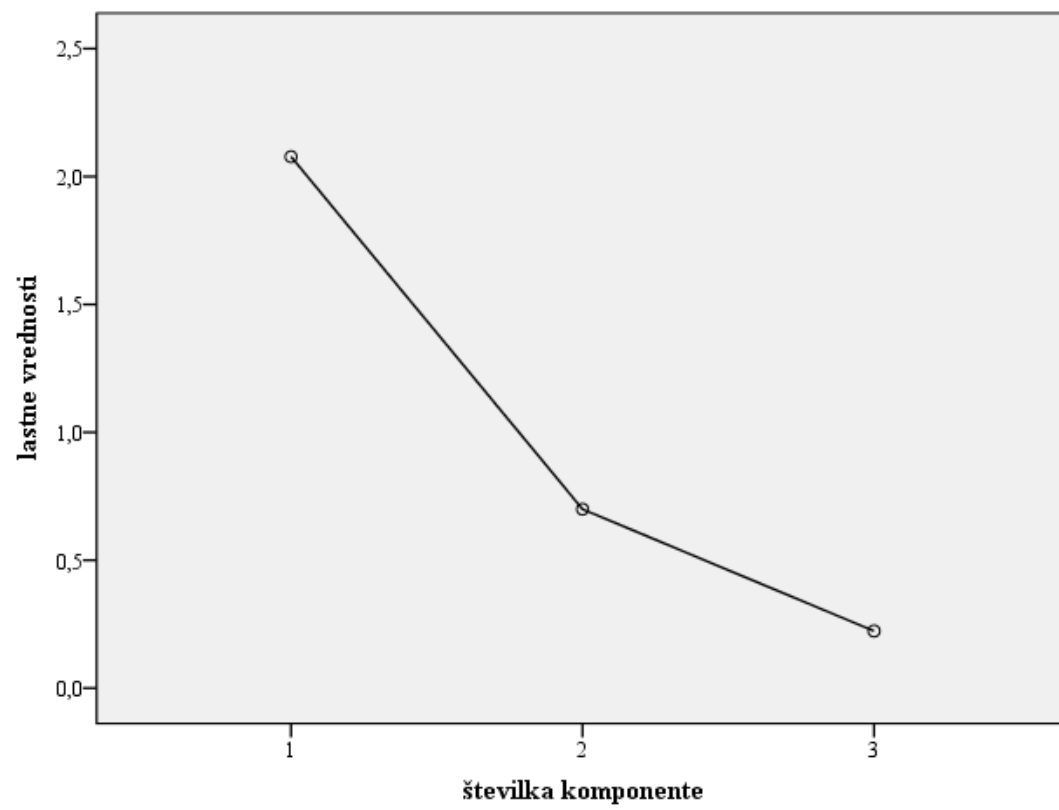
Tabela 7: KMO in Bartlettov test

KMO		0,612
Bartlettov test	χ^2	37,359
	Stopinje prostosti	3
	Stopnja značilnosti	0,000

Tabela 8: Celotna varianca pojasnjena z glavnimi komponentami

Komponenta	Začetne lastne vrednosti			Izbrane komponente		
	Skupaj	% od variance	Kumulativni %	Skupaj	% od variance	Kumulativni %
1	2,077	69,248	69,248	2,077	69,248	69,248
2	0,699	23,315	92,563			
3	0,223	7,437	100			

Slika 3: Grafikon lastnih vrednosti



Priloga 5: Primerjalna analiza med slovenskimi družbami glede na javno objavo kompetentnosti nadzornega sveta

V nadaljevanju so slovenske javne delniške družbe razdeljene v dve skupini, in sicer glede na to, ali so na voljo javni podatki o kompetentnosti članov nadzornega sveta.

Velikost družb

Tabela 9: Primerjalna analiza družb po velikosti družb

	Skupina za kompetence	Število družb	Aritmetična sredina	T test	Stopnja značilnosti
Sredstva	Objava	22	1.210.332.142	3,528	0,002
	Neobjava	14	93.565.409		
Prihodki	Objava	22	592.703.956	2,714	0,013
	Neobjava	14	85.380.624		
Število zaposlenih	Objava	22	3.489	2,563	0,017
	Neobjava	14	582		

Velikost nadzornega sveta

Tabela 10: Primerjalna analiza družb po velikosti nadzornih svetov

	Skupina za kompetence	Število družb	Aritmetična sredina	T test	Stopnja značilnosti
Število članov	Objava	22	6,91	2,466	0,019
	Neobjava	14	5,23		

Ostale spremenljivke

Tabela 11: Primerjalna analiza družb po ostalih spremenljivkah kakovosti nadzora

	Skupina za kompetence	Aritmetična sredina	Stand. odklon	T test	Stopnja značilnosti
Neodvisnost	Objava	0,50	0,142	1,718	0,102
	Neobjava	0,38	0,232		
Intenzivnost	Objava	10,74	4,026	5,239	0,000
	Neobjava	5,11	2,421		
Komisije	Objava	1,97	0,773	5,113	0,000
	Neobjava	0,93	0,443		
Stabilnost	Objava	0,57	0,310	-1,253	0,219
	Neobjava	0,70	0,280		
Samooценjevanje	Objava	0,72	0,396	2,726	0,010
	Neobjava	0,32	0,464		
Državno lastništvo	Objava	23,43	25,393	1,953	0,060
	Neobjava	11,46	10,758		
Prvi trije lastniki	Objava	51,28	17,378	-2,827	0,008
	Neobjava	68,44	18,351		
Prvih pet lastnikov	Objava	60,02	15,128	-3,537	0,001
	Neobjava	78,24	14,971		

Uspešnost družb

Tabela 12: Primerjalna analiza družb po uspešnosti

	Skupina za kompetence	Aritmetična sredina	Stand. odklon	T test	Stopnja značilnosti
ROE	Objava	-0,122	0,277	-1,251	0,220
	Neobjava	-0,032	0,152		
ROA	Objava	-0,006	0,052	0,358	0,723
	Neobjava	-0,014	0,083		
Profitna marža	Objava	-0,057	0,138	0,173	0,864
	Neobjava	-0,067	0,198		

Priloga 6: Korelacije med spremenljivkami za slovenske javne delniške družbe

Tabela 13: Korelacijska matrika med spremenljivkami za slovenske javne delniške družbe

		Kompet.	Neodvis.	Intenz.	Komisije	Stabilnost	Samoocen.	Drž. lastništvo	Prvi trije lastniki	Število članov	Velikost družbe
Kompetence	Pearson	1	0,053	0,169	-0,138	-0,346	0,292	-0,083	-0,174	0,118	-0,077
	Sig.		0,816	0,451	0,541	0,115	0,187	0,714	0,439	0,602	0,735
Neodvisnost	Pearson	0,053	1	0,395*	0,405*	-0,070	0,264	0,389*	-0,423*	0,232	0,243
	Sig.	0,816		0,017	0,014	0,683	0,120	0,019	0,010	0,173	0,154
Intenzivnost	Pearson	0,169	0,395*	1	0,837**	-0,540**	0,431**	0,618**	-0,373*	0,581**	0,404*
	Sig.	0,451	0,017		0,000	0,001	0,009	0,000	0,025	0,000	0,015
Komisije	Pearson	-0,138	0,405*	0,837**	1	-0,407*	0,339*	0,692**	-0,241	0,672**	0,407*
	Sig.	0,541	0,014	0,000		0,014	0,043	0,000	0,157	0,000	0,014
Stabilnost	Pearson	-0,346	-0,070	-0,540**	-0,407*	1	-0,080	-0,328	0,080	-0,416*	-0,288
	Sig.	0,115	0,683	0,001	0,014		0,641	0,051	0,642	0,012	0,089
Samoocen.	Pearson	0,292	0,264	0,431**	0,339*	-0,080	1	0,197	-0,581**	0,404*	0,397*
	Sig.	0,187	0,120	0,009	0,043	0,641		0,250	0,000	0,015	0,016
Državno lastništvo	Pearson	-0,083	0,389*	0,618**	0,692**	-0,328*	0,197	1	-0,062	0,535**	0,214
	Sig.	0,714	0,019	0,000	0,000	0,051	0,250		0,720	0,001	0,211
Prvi trije lastniki	Pearson	-0,174	-0,423*	-0,373*	-0,241	0,080	-0,581**	-0,062	1	-0,352*	-0,448*
	Sig.	0,439	0,010	0,025	0,157	0,642	0,000	0,720		0,035	0,006
Število članov	Pearson	0,118	0,232	0,581**	0,672**	-0,416*	0,404*	0,535**	-0,352*	1	0,661**
	Sig.	0,602	0,173	0,000	0,000	0,012	0,015	0,001	0,035		0,000
Velikost družbe	Pearson	-0,077	0,243	0,404*	0,407*	-0,288	0,397*	0,214	-0,448*	0,661**	1
	Sig.	0,735	0,154	0,015	0,014	0,089	0,016	0,211	0,006	0,000	

Legenda: *. značilno pod 5 % (2-stranski).

**. značilno pod 1 % (2-stranski)