

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**EMPIRIČNA ANALIZA VPLIVA DEMOGRAFSKIH  
ZNAČILNOSTI MANAGERJEV NA NAKLONJENOST  
TVEGANJU IN USPEŠNOST POSLOVANJA  
SLOVENSКИH PODJETIJ**

Ljubljana, september 2011

MARUŠA PLAVEC

## **IZJAVA**

Študentka Maruša Plavec izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Igorja Lončarskega, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

## KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 VEDENJSKE PRISTRANSKOSTI MANAGEMENTA</b> .....	<b>2</b>
1.1 KOMPONENTE VEDENJSKIH FINANC .....	3
1.1.1 Hevristično vodene pristranskosti .....	3
1.1.2 Odvisnost od okvirja .....	5
1.2 DEMOGRAFSKE ZNAČILNOSTI MANAGEMENTA KOT VIR PRISTRANSKOSTI .....	6
1.2.1 Spol managementa .....	6
1.2.2 Starost managementa.....	8
1.2.3 Izobrazba managementa .....	8
1.2.4 Vpliv managerja na poslovno uspešnost podjetij .....	9
<b>2 PODATKI IN VZOREC</b> .....	<b>10</b>
2.1 GLAVNI VIRI PODATKOV .....	10
2.2 NAJPOMEMBNEJŠE DEMOGRAFSKE ZNAČILNOSTI MANAGEMENTA .....	11
2.3 OPIS SPREMENLJIVK .....	11
2.3.1 Odvisne spremenljivke .....	11
2.3.2 Neodvisne spremenljivke .....	12
2.3.3 Tveganje in donosnost.....	14
<b>3 REZULTATI</b> .....	<b>15</b>
3.1 METODOLOGIJA.....	15
3.2 OPISNE STATISTIKE VZORCA.....	17
3.2.1 Spol managementa .....	18
3.2.2 Starost managementa.....	20
3.2.3 Izobrazba managementa .....	22
3.2.4 Ostale upoštevane značilnosti slovenskih managerjev.....	24
3.3 ANALIZA REZULTATOV.....	25
3.4 SPLOŠNA PANELNA ANALIZA .....	26
3.4.1 Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka zadolženost podjetja .....	27
3.4.2 Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost kapitala .....	28
3.4.3 Metoda naključnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost sredstev....	30
3.5 PANELNA ANALIZA S PODATKI POPRAVLJENIMI ZA VPLIV EKSTREMNIH VREDNOSTI..	32
3.5.1 Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka zadolženost podjetja .....	32
3.5.2 Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost kapitala .....	34
3.5.3 Metoda naključnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost sredstev....	36
3.6 PANELNA ANALIZA BREZ PODJETJA KRKA, D. D.....	37
3.6.1 Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka zadolženost podjetja .....	38
3.6.2 Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost kapitala .....	39
3.6.3 Metoda naključnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost sredstev....	41

3.7	PANELNA ANALIZA BREZ PODJETIJ, KI SO BILA PODVRŽENA MANAGERSKIM ODKUPOM Z ZADOLŽITVIJO.....	43
3.7.1	Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka zadolženost podjetja .....	44
3.7.2	Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost kapitala .....	46
3.7.3	Metoda naključnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost sredstev....	47
3.7.4	Metoda stalnih učinkov in metoda naključnih učinkov, odvisna spremenljivka stopnja rasti prihodkov od prodaje .....	49
3.8	SKUPEN PREGLED REZULTATOV .....	52
<b>4</b>	<b>VREDNOTENJE IN OMEJITVE DELA.....</b>	<b>55</b>
	<b>SKLEP.....</b>	<b>56</b>
	<b>LITERATURA IN VIRI.....</b>	<b>58</b>

## KAZALO TABEL

TABELA 1: POVZETEK STATISTIČNIH PODATKOV ZA SPOL MANAGERJA IN ODPSTOTEK ŽENSK, ZAPOSLENIH V UPRAVI PODJETJA V LETIH 2005–2009 .....	19
TABELA 2: POVZETEK STATISTIČNIH PODATKOV ZA STAROST MANAGERJA IN POVPREČNO STAROST ČLANOV UPRAVE PODJETJA V LETIH 2005–2009 .....	21
TABELA 3: POVZETEK STATISTIČNIH PODATKOV ZA IZOBRAZBENO STRUKTURO MANAGERJA IN IZOBRAZBENO STRUKTURO ČLANOV UPRAVE PODJETJA V LETIH 2005–2009.....	23
TABELA 4: POVZETEK STATISTIČNIH PODATKOV ZA OBDOBJE, KO JE (BILA) OSEBA MANAGER, DELEŽ DELNIC V LASTI ČLANOV UPRAVE IN DELEŽ DELNIC V LASTI MANAGERJA V LETIH 2005–2009 .....	25
TABELA 5: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE TER CELOTNIH SREDSTEV NA ZADOLŽENOST SLOVENSКИH PODJETIJ PO METODI STALNIH UČINKOV .....	28
TABELA 6: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE, BILANČNE VSOTE PROMETA TER CELOTNIH SREDSTEV NA DOBIČKONOSNOST KAPITALA PO METODI STALNIH UČINKOV .....	29
TABELA 7: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE, BILANČNE VSOTE PROMETA TER CELOTNIH SREDSTEV NA DOBIČKONOSNOST SREDSTEV PO METODI NAKLJUČNIH UČINKOV 31	
TABELA 8: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE TER CELOTNIH SREDSTEV NA ZADOLŽENOST SLOVENSКИH PODJETIJ PO METODI STALNIH UČINKOV, PODATKI POPRAVLJENI ZA VPLIV EKSTREMNIH VREDNOSTI.....	34
TABELA 9: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE, BILANČNE VSOTE PROMETA TER CELOTNIH SREDSTEV NA DOBIČKONOSNOST KAPITALA PO METODI STALNIH UČINKOV, PODATKI POPRAVLJENI ZA VPLIV EKSTREMNIH VREDNOSTI .....	35
TABELA 10: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE, BILANČNE VSOTE PROMETA TER CELOTNIH SREDSTEV NA DOBIČKONOSNOST SREDSTEV PO METODI NAKLJUČNIH UČINKOV, PODATKI POPRAVLJENI ZA VPLIV EKSTREMNIH VREDNOSTI .....	36
TABELA 11: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE TER CELOTNIH SREDSTEV NA ZADOLŽENOST SLOVENSКИH PODJETIJ PO METODI STALNIH UČINKOV, BREZ PODJETJA KRKA, D. D.....	39
TABELA 12: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE, BILANČNE VSOTE PROMETA TER CELOTNIH SREDSTEV NA DOBIČKONOSNOST KAPITALA PO METODI STALNIH UČINKOV, BREZ PODJETJA KRKA, D. D. ....	40
TABELA 13: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE, BILANČNE VSOTE PROMETA TER	

CELOTNIH SREDSTEV NA DOBIČKONOSNOST SREDSTEV PO METODI NAKLJUČNIH UČINKOV, BREZ PODJETJA KRKA, D. D.....	42
TABELA 14: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE TER CELOTNIH SREDSTEV NA ZADOLŽENOST SLOVENSКИH PODJETIJ PO METODI STALNIH UČINKOV, BREZ PODJETIJ, KI SO BILA PODVRŽENA MANAGERSKIM ODKUPOM Z ZADOLŽITVIJO .....	45
TABELA 15: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE, BILANČNE VSOTE PROMETA TER CELOTNIH SREDSTEV NA DOBIČKONOSNOST KAPITALA PO METODI STALNIH UČINKOV, BREZ PODJETIJ, KI SO BILA PODVRŽENA MANAGERSKIM ODKUPOM Z ZADOLŽITVIJO.....	46
TABELA 16: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE, BILANČNE VSOTE PROMETA TER CELOTNIH SREDSTEV NA DOBIČKONOSNOST SREDSTEV PO METODI NAKLJUČNIH UČINKOV, BREZ PODJETIJ, KI SO BILA PODVRŽENA MANAGERSKIM ODKUPOM Z ZADOLŽITVIJO.....	48
TABELA 17: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, PROFITNE MARŽE TER CELOTNIH SREDSTEV NA STOPNJO RASTI PRIHODKOV OD PRODAJE PO METODI STALNIH UČINKOV, BREZ PODJETIJ, KI SO BILA PODVRŽENA MANAGERSKIM ODKUPOM Z ZADOLŽITVIJO .....	50
TABELA 18: VPLIV DEMOGRAFSKIH LASTNOSTI MANAGERJEV, DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC KAD IN DELEŽA LASTNIŠTVA DELNIC SOD, CELOTNIH SREDSTEV TER DOBIČKONOSNOSTI SREDSTEV NA STOPNJO RASTI PRIHODKOV OD PRODAJE PO METODI STALNIH UČINKOV, BREZ PODJETIJ, KI SO BILA PODVRŽENA MANAGERSKIM ODKUPOM Z ZADOLŽITVIJO.....	51
TABELA 19: SKUPEN PREGLED REZULTATOV, DOBLJENIH SKOZI EMPIRIČNE ANALIZE .....	54

## UVOD

Vsakdo, ki je v zadnjih nekaj letih spremljal naslovnice pomembnejših poslovnih revij, je verjetno dobil občutek, da je biti glavni manager podjetja podobno kot hoja čez minsko polje. Nevarnosti, ovir in preprek je na pretek, še posebej v tako negotovih časih. Za sodobne managerje zgolj tehnična podkovanost ni več dovolj, temveč morajo obvladati tudi mehke veščine obvladovanja odnosov v podjetju (Kets de Vries & Florent-Treacy, 2000). Zgodovinsko gledano, je bila teorija poslovnih financ prevladujoča teorija vse od petdesetih let prejšnjega stoletja. V literaturi je bila zastopana izključno z opisovanjem institucij in instrumentov, povezanih s poslovnimi financami in z opisovanjem načel (zdravega) finančnega podjetja (Mramor, 2002). Načela finančnega poslovanja podjetja so se sicer ukvarjala z vprašanji optimalnega investiranja in financiranja podjetja ter optimalnega obsega dividend, vendar so avtorji pri oblikovanju teh načel teoretično in empirično zelo malo upoštevali obnašanje ekonomskih subjektov in samo naravo finančnega trga. Ker tradicionalne teorije niso uspele razložiti vrsto finančnih odločitev, so v literaturi vedno močnejše prisotne tako imenovane alternativne teorije, ki vključujejo različne humane elemente. Pod alternativne teorije skupaj s teorijo o novih financah, teorijo obnašanja, postkeynesiansko teorijo, teorijo globoke ekologije idr, spadajo tudi vedenjske finance. Na temelju vedenjskih financ bom gradila celotno problematiko magistrskega dela. Širše področje magistrskega dela je področje vedenjskih financ, znotraj katerega se magistrsko delo ukvarja z vplivom demografskih značilnosti managerjev na nagnjenost k tveganju in na uspešno poslovanje podjetja.

V magistrskem delu se bom posebej posvetila analiziranju vpliva demografskih značilnosti managerjev na nagnjenost k tveganju in uspešnost poslovanja podjetja. Namen magistrskega dela je raziskati, ali demografske značilnosti managerjev vplivajo na nagnjenost k tveganju in na uspešnost poslovanja podjetij. V delu bom poskušala dokazati, da imajo demografske značilnosti managerjev vpliv na uspešnost poslovanja podjetja in na nagnjenost k tveganju. Analizirala bom naslednje demografske značilnosti managerje: spol, starost, izobrazba. Poleg demografskih značilnosti pa bom analizirala še ostale značilnosti managerjev; število let kot manager, delnice v lasti uprave, delnice v lasti managerja, delež lastništva delnic podjetji Kapitalska družba, d.d. in Slovenska odškodninska družba, d.d. Cilj magistrskega dela je z vsebinsko-teoretičnim metodološkim pristopom definirati glavne demografske značilnosti managerjev in njihov vpliv na nagnjenost k tveganju in uspešnost poslovanja. Da bi dosegla temeljni cilj magistrskega dela, bom izvedla empirično analizo. Empirični del magistrske naloge bo grajen na kvantitativni raziskavi, ki jo bom opravila s pomočjo panelne analize podatkov.

Magistrsko delo je sestavljeno iz štirih glavnih vsebinskih poglavij. V prvem poglavju najprej opredelim najpomembnejše vedenjske pristranskosti managementa skozi teorijo vedenjskih

financ. V drugem poglavju predstavim najpomembnejše vire podatkov ter vse odvisne in neodvisne spremenljivke. Za razumevanje vsebine magistrskega dela, je ključna predstavitev pojmov tveganost in donosnost, ki ju predstavim v nadaljevanju. V tretjem poglavju opišem zasnovo raziskave in metodologijo ter obširneje predstavim metodo, uporabljeno v magistrskem delu – panelno analizo. V grobem predstavim še statistično značilne demografske lastnosti slovenskih managerjev, ki so bile ugotovljene skozi analizo. Nadaljujem z analizo in interpretacijo podatkov, dobljenih skozi izvedene panelne analize. Za jasnejšo predstavo vplivanja demografskih značilnosti na nagnjenost k tveganju in na uspešnost podjetij izvedem štiri različne modele panelne analize. V prvem modelu bom preverjala vpliv demografskih značilnosti managementa na zadolženost podjetja, v drugem modelu bom analizirala vpliv demografskih značilnosti managementa na dobičkonosnost sredstev, v tretjem modelu nadaljujem z analiziranjem vpliva demografskih značilnosti managementa na dobičkonosnost kapitala in v zadnjem modelu preverjam vpliv demografskih značilnosti managementa na stopnjo rasti čistih prihodkov od prodaje. V zadnjem poglavju ovrednotim magistrsko delo in podam še priporočila za nadaljnje raziskovanje.

## **1 VEDENJSKE PRISTRANSKOSTI MANAGEMENTA**

Neoklasična finančna teorija oziroma teorija glavnega toka temelji na zelo obsežnem teoretičnem in empiričnem opusu, katerega bistveni predpostavki sta racionalno obnašanje vseh ekonomskih subjektov in prevlada interesne skupine delničarjev (Mramor, 2002). Poleg omenjenih predpostavk pa neoklasična teorija predvideva, da podjetje deluje na popolnem trgu kapitala, kar pomeni, da trg deluje brez trenj, na trgu je popolna konkurenca ter da je trg informacijsko učinkovit.

Vendar pa neoklasična teorija ni uspela razložiti vrsto finančnih odločitev in tako v zadnjem času v ospredje prodirajo tako imenovane alternativne razlage oziroma teorije. Vedenjske finance nasprotujejo razlagi učinkovitih trgov in kot alternativo racionalnemu obnašanju vlagateljev ponujajo tudi teorijo izgledov, ki vključuje različne hevristično vodene pristranskosti finančnih udeležencev. Barberis, Schleifer in Vishny (1998) so v raziskavi prišli do ugotovitve, da se tipični finančni investitor naslanja na koncepte iz psihologije. Vse bolj uveljavljena kritika hipoteze učinkovitosti finančnih trgov izhaja iz vedenjskih financ ter odstopanje od učinkovitosti finančnih trgov pojasnjuje s psihološkimi in sociološkimi dejavniki (Dajčman & Romih, 2006). Iz tega sledi, da se investitorji vedno ne obnašajo racionalno, kot to trdi teorija glavnega toka, temveč kupujejo, prodajajo in investirajo nerazumno. Pripadniki vedenjskih financ so predpostavko racionalnosti ekonomskih subjektov postavili pod vprašaj in začeli proučevati napake, ki jih udeleženci na finančnih trgih delajo nezavedno, sistematično.

Vedenjske finance se osredotočijo na tista človeška dejanja, ki so s stališča maksimiziranja največje koristnosti ostala nepojasnjena. Kot je že bilo omenjeno, neoklasična teorija sloni na



treh bistveni predpostavkah: posamezniki sprejemajo takšne finančne odločitve, ki maksimizirajo njihovo blaginjo; blaginja posameznikov je največja, ko je največja njihova koristnost potrošnje; posamezniki delujejo neodvisno in samostojno, ker imajo na razpolago popolne in vse ustrezne informacije.

Na temelju teh treh predpostavk so neoklasični ekonomisti zgradili trdno strukturo za nadaljnje teze o racionalnem vedenju posameznikov na finančnih trgih. Weintraub (2007) racionalne managerje opredeli kot egoistične osebe, ki so sebični in samopašni. Racionalni managerji se dobro zavedajo svojih sposobnosti in veščin upravljanja podjetja, nenehno imajo pripravljen načrt za vse situacije, pa naj bodo še tako nepredvidljive, načrta pa se nenehno držijo in ga spoštujejo. Racionalni managerji prav tako ne potrebujejo in ne uporabljajo hevrstike (hevrstiko bi lahko opisali kot niz smernic in pravil, namenjenih čim hitrejšemu in učinkovitemu odpravljanju težav), saj imajo odlično znanje in sposobnosti za izdelavo popolnih kalkulacij (Kepner & Tregoe, 1997; Bagnoli, Beneish & Watts, 1999).

Ravno nasprotno osebnostne značilnosti pa posedujejo iracionalni managerji; le-ti niso sebični, pogosto se ne zavedajo svojih resničnih sposobnosti, temveč imajo težave s preveliko samozavestjo in so pri svojih napovedih preveč optimistični. Vedenjski ekonomisti zagovarjajo tezo, da ekonomski subjekti niso vedno racionalni pri svojem odločanju, pač pa se zanašajo na hevrstiko in pravila »preko palca«, ki omogočajo hitrejšo oceno vrednosti, kar pa lahko pripelje do napak.

## **1.1 Komponente vedenjskih financ**

Vedenjski ekonomisti zagovarjajo tezo, da ekonomski subjekti niso vedno racionalni pri svojem odločanju. Tako se naslanjajo na izsledke kognitivnih psiholoških raziskav, ki preučujejo obnašanje v pogojih negotovosti. Ljudje so pri svojih odločitvah podvrženi številnim hevrstično vodenim pristranskostim, velik vpliv ima tudi odvisnost od okvira.

### **1.1.1 Hevrstično vodene pristranskosti**

Hevrstiko bi lahko opisali kot niz smernic in pravil, namenjenih čim hitrejšemu in učinkovitemu odpravljanju težav. Finančni udeleženci se pri določanju cene vrednostnih papirjev mnogokrat poslužujejo intuicije in miselnih bližnjic, ki omogočajo hitrejšo oceno vrednosti. Prav ta pravila »preko palca« (angl. *rule of thumb*) pa pogosto pripeljejo do številnih napak.

- **Reprezentativnost**

Kahneman in Tversky (1979) sta ugotovila, da so ljudje nagnjeni k temu, da dogodke razvrščajo kot tipične oziroma kot reprezentativne za posamezen razred. Verjetnost se ocenjuje na podlagi podobnosti dogodka tipičnemu predstavniku tega razreda. Prav zaradi te pristranskosti se lahko zdita dva povsem nepovezana dogodka enako verjetna, ker ljudje napovedujejo dogodke, ki se zdijo najbolj reprezentativni glede na razpoložljive podatke (Bhattacharjee et al., 2001). Do pristranskosti zaradi reprezentativnosti lahko prihaja zaradi neupoštevanja velikosti vzorca, neupoštevanja temeljnega deleža ali pa zaradi hazarderske (igralčeve) zmote.

- **Pretirana samozavest in pretiran optimizem**

Večina finančnih investorjev je prepričanih, da so boljši od povprečja svojih konkurentov. Tako lahko napačno reagirajo na tveganja, ker so pretirano samozavestni in optimistični glede svojih sposobnosti in zmožnosti za preprečitev neuspeha. Večina ljudi se giba okoli povprečja, redki so izjemno slabi oziroma odlični. V primeru, da finančnemu investitorju uspe izbrati pravo delnico (z nadpovprečno donosnostjo), uspeh pripiše sebi in svojim sposobnostim. Kadar pa mu spodleti, pa so krivi zunanji dejavniki (neugodne razmere na trgu), smola ali nesreča (Bradshaw, 2004).

Gervais, Heaton in Odean (2007) so v svoji študiji raziskovali, kako prevelika samozavest vpliva na dogajanje na finančnih trgih in kdo je na teh trgih preveč samozavesten. Ugotovili so, da v primeru pretirane samozavesti pride do povečanega obsega trgovanja, zmanjša pa se pričakovana donosnost. Tako investitorji s preveliko samozavestjo trgujejo več. Trgovanje je odvisno tudi od spola, saj moški trgujejo bistveno več kot ženske. Moški so še zraven tega bolj nagnjeni k pretiranemu samozaupanju kot ženske. Malmendier in Tate (2009) sta ugotovila, da na pretirano samozavest managerjev vpliva tudi pojavljanje managerjev v medijih. Bolj kot je manager medijsko izpostavljen, večja je njegova samozavest, kar pa posledično vpliva na večjo nagnjenost k tveganju.

- **Čredni nagon**

S pojmom »čredni nagon« označujemo obnašanje, ki posameznika navaja k temu, da oponaša sebi podobne ljudi, iz družbene skupine, kateri tudi sam pripada. Socialni psihologi temu pravijo družbeni vpliv in je še posebej izrazit takrat, ko se človek znajde v negotovih situacijah. V ozadju črednega nagona je nezavedna domneva, da množica ve več kot sam posameznik. Torej je najvarneje ravnati tako kot ostali in ne izstopati iz črede (Chung, 2009). Borza vrednostnih papirjev je klasično mesto, kjer kraljuje negotovost. Zato lahko upravičeno pričakujemo, da je tu čredni nagon močno prisoten (Stein, 2003).

- **Sidranje in previdnost**

Ko vladajo pogoji negotovosti, si ljudje ponavadi postavijo neko referenčno točko oziroma sidro, ki ga kasneje prilagodijo v določeno smer. Referenčne točke služijo za primerjavo, kljub temu, da pogosto nimajo nobene informativne vrednosti. Pri borznem trgovanju igra isto vlogo najvišja doslej dosežena cena neke delnice (Marsden & Veeraraghavan, 2008). Ta je za kasnejše dogajanje povsem irelevantna, a vseeno pogosto deluje kot neke vrste sidro. Vlagatelju je (psihološko gledano) težko prodati delnico za nižjo ceno kot tisto, ki jo je odštél pri nakupu, čeprav je to, koliko bo uspel iztržiti zanjo pri prodaji, čisto neodvisno od tega, za koliko jo je kupil. Referenčne točke (sidra) nas lahko pogosto prevarajo (Montier, 2005).

- **Pristranska razpoložljivost**

Pri ocenjevanju verjetnosti nekega dogodka ljudje ponavadi pobrskaajo po spominu. V našem spominu so dogodki, ki so se zgodili nedavno, trdneje zasidrani in imajo na nas večji vpliv pri določanju neke ocene verjetnosti kot pa dogodki, ki so se zgodili že pred časom. Pristranska razpoložljivost je torej pravilo palca, s katerim posameznik oceni verjetnost dogodka glede na lahkoto pomnjenja.

### **1.1.2 Odvisnost od okvirja**

Študije so pokazale, da lahko način, na katerega je problem predstavljen, vpliva na potek odločitve. Odvisnost od okvirja vpliva tudi na način dojemanja informacij, kadar so predstavljeni dobički ali izgube. V nadaljevanju bom predstavila teorijo izgledov, miselno razvrščanje in denarno iluzijo. Poleg omenjenih komponent pa v to skupino sodita še teorija obžalovanja, ki govori o obžalovanju ob storjeni napaki in povzroči neželen razplet nekega dogodka, ter teorija samoobvladovanja, ki temelji na obvladovanju svojih čustev.

- **Teorija izgledov**

Teorija izgledov je teorija, ki opisuje odločitev med alternativami, katere vključujejo tveganje (tj. alternative z negotovimi rezultati), kjer so verjetnosti znane. Teorijo izgledov sta razvila Daniel Kahneman in Amos Tversky leta 1979 kot psihološko-realistično alternativo teoriji pričakovane koristnosti. Teorija razlaga, da je proces odločanja sestavljen iz dveh faz; urejanje in vrednotenje. V prvi fazi so možni izidi odločitve hevristični, saj ljudje sami postavijo referenčno točko. V drugi fazi vrednotenja pa se ljudje obnašajo tako, kot da bi vnaprej izračunali neke vrednosti (koristi), ki temeljijo na možnih rezultatih in njihovih verjetnostih, nato pa izberejo tisto alternativo, ki ima večjo korist. Teorija izgledov opisuje, kako posamezniki dojemajo dobitke in izgube. Lahko rečemo, da je skladna s teorijo odvisnosti od okvirja, kar pomeni, da na odločitve ljudi ne vpliva samo vsebina vprašanja, temveč tudi način, na katerega jim je bilo samo vprašanje zastavljeno.

- **Miselno razvrščanje**

Podzavestno ločevanje ali različno obravnavo denarja (premoženja) imenujemo miselno razvrščanje oziroma predalčkanje. Različne zneske denarja, tako tiste, ki jih že imamo, kot tiste, ki jih šele nameravamo zaslužiti, v mislih razporejamo v različne predalčke in se do njih obnašamo različno glede na namen porabe ali na način pridobitve. Tako veliko lažje zapravimo denar, ki je prišel na lahek način (npr. kot darilo ali dobiček na loteriji) ali kot darilo (npr. vračilo dohodnine od države ali prejete dividende). Racionalno pa bi bilo, da bi na vsak znesek gledali enako, ne glede na to, kako je bil pridobljen.

- **Denarna iluzija**

Denarna iluzija se nanaša na težnje ljudi, da razmišljajo o zneskih v nominalnih in ne realnih vrednostih. To pa lahko pripelje do določenih napak oziroma do pristranskih ocen.

## ***1.2 Demografske značilnosti managementa kot vir pristranskosti***

Kot je bilo razloženo v zgornjem poglavju, vedenjske finance opredeljujejo več vrst pristranskosti, ki vplivajo na odločitve managerjev. Tako managerji ne ravnajo strogo racionalno, temveč se v določenih situacijah zanašajo na hevrstiko in pravila »preko palca«, ki omogočajo hitrejšo oceno vrednosti, kar pa lahko pripelje do napak. Zanimalo me je, kateri posamezniki oziroma managerji so bolj nagnjeni k pristranskostim in kakšne so njihove demografske značilnosti. V literaturi so najpogosteje navedene naslednje demografske značilnosti posameznika: spol, starostni razred, dosežena stopnja izobrazbe, družinski status, nacionalnost in zaposlitveni status. V svoji magistrski nalogi sem se osredotočila zlasti na spol, starost ter izobrazbeno strukturo managerjev. S pomočjo navedenih demografskih značilnosti bom poskušala raziskati, ali le-te še dodatno potencirajo že omejene pristranskosti in če vplivajo na spremembe v tveganosti podjetja in uspešnosti poslovanja. V nadaljevanju sledi pregled že obstoječe literature glede povezave med teorijo vedenjskih financ in demografskimi značilnostmi managerjev.

### **1.2.1 Spol managementa**

Na tem mestu se pojavi vprašanje, ali spol managerja vpliva na poslovanje podjetja. Obstaja veliko znanstvenih raziskav, ki dokazujejo razlike v uspešnosti poslovanja med spoloma. Najdemo pa tudi raziskave, ki popolnoma demantirajo kakršne koli razlike med njima. V nadaljevanju bom predstavila glavne avtorje na tem področju in njihove ugotovitve glede (ne)enakosti poslovanja med spoloma.

Niessen in Ruenzi (2007) sta v svoji raziskavi ugotovila, da obstajajo razlike med spoloma v okolju, kjer imajo managerji, tako moški kot ženske, podobno izobrazbeno strukturo in delovne izkušnje. Uporabila sta podatke o managerjih iz vzajemnih skladov Združenih držav Amerike in ugotovila, da se ženske managerke veliko bolj izogibajo tveganju kot moški. Ženske managerke so tudi bolj dosledne pri naložbenih investicijah in manj trgujejo kot moški managerji. Čeprav se v poslovni uspešnosti ženske v povprečju ne razlikujejo od moških kolegov, pa ženske dobivajo znatno nižje prejemke.

Barber in Odean (2001) sta prišla do podobnih ugotovitev glede spola; tako naj bi pretirano samozavestni managerji bili moškega spola. Dokazala sta, da moški trgujejo za kar petinštirideset odstotkov več kot ženske. Moški imajo tudi preveč optimistično mišljenje o svojih lastnih sposobnostih in svojem znanju ter menijo, da posedujejo boljše informacije kot njihovi konkurenti. Prevelika samozavest managerjev pa pelje do povečanega trgovanja, kar dolgoročno zmanjšuje pričakovano donosnost. Barber in Odean svoje ugotovitve podkrepita še z dognanji psihologov, ki so ugotovili, da so moški managerji na področju finančnih odločitev bolj nagnjeni k pristranskostim kot ženske. Vendar moramo biti pri tej ugotovitvi previdni, saj so v finančni industriji moški bolj množično zastopani kot ženske. Lenney (1977) je prišel do spoznanja, da dejansko obstajajo razlike med spoloma glede pretirane samozavesti, vendar je to posledica nejasne in dvoumne povratne informacije. V primeru, da je povratna informacija dostopna takoj, so tudi ženske managerke zmožne pravilno oceniti lastne sposobnosti. Zdi se, da so ženske zgolj bolj samokritične kot moški.

Pompian in Longo (2004) sta prišla do ugotovitve, da so ženske v vlogi managerk za kar triinštrideset odstotkov manj naklonjene tveganju kot moški. Razlika v naklonjenosti tveganju pa se zmanjša z lastništvom v kapitalu podjetja. Eagly, Makhijani in Klonsky (1992) so mnenja, da se ženske enostavno slabše znajdejo v vlogi managerke, ker je to bolj moška vrsta dela. Tako je uspešnost poslovanja podjetja z žensko managerko povprečno nižji kot v podjetju, ki ga vodi moški manager. Ženske naj bi bile znatno manj naklonjene tveganju in tako tekom poslovanja, izpustijo najdonosnejše projekte, ki se v okolici podjetja pojavljajo.

Nielsen in Huse (2010) sta ugotovila, da je vedno večji odstotek žensk v upravnih odborih podjetja. Tako sta analizirala 211 norveških podjetij, da bi ugotovila vpliv spola na učinkovito in uspešno poslovanje podjetja. Ugotovila sta, da so pozitivni učinki žensk managerk na učinkovitost poslovanja podjetja, vidni predvsem skozi zmanjšano stopnjo konfliktov. Kot druga posledica povečane številčnosti žensk v upravi pa navajata viden upad v investicijski politiki podjetja.

Vendar kot je že bilo omenjeno, obstaja kar nekaj avtorjev, ki so prepričani, da spol managerja nima nikakršnega vpliva na uspešnost poslovanja. Schubert et al. (1999) so v obsežni raziskavi opazovali finančne odločitve obeh spolov glede na naklonjenost tveganju. Prišli so do ugotovitve, da med spoloma sicer obstajajo razlike v stilu vodenja, vendar glede vedenjskih lastnosti managerjev in glede naklonjenosti tveganju ne obstajajo statistično

značilne razlike. Do podobnega sklepa sta prišla že Tsui in Gutek (1984), ki sta prav tako mnenja, da spol managerja nima vpliva na poslovanje. Avtorja sta v svoji raziskavi prišla do zaključka, da se ženske na delovnem mestu managerke počutijo nekoliko bolj spolno diskriminirane. To ženske povezujejo predvsem z nižjim občutkom moči in prestiža na delovnem mestu ter z zmanjšano pripravljenostjo za enako izbiro kariere kot njihovi moški kolegi.

### **1.2.2 Starost managementa**

Bhandari in Deaves (2006) sta v svoji študiji o demografiji prevelike samozavesti managementa ugotovila, da so starejši in visoko izobraženi moški managerji, ki so se v preteklosti srečali z zahtevnimi finančnimi odločitvami, bolj naklonjeni nadpovprečnim stopnjam izpostavljenosti tveganju. Seveda so se raziskovalci na tem mestu vprašali, zakaj se ljudje iz svojih izkušenj oziroma preteklih napak nič ne naučijo. Miller in Ross (1975) to razložita skozi »nagnjenost k pripisovanju samemu sebi« (angl. *self-attribution bias*). Posameznik naj bi vsak doseženi uspeh pripisal lastnim sposobnostim, znanju ter nadarjenosti. V nasprotnem primeru pa ponavadi posameznik vsak neuspeh pripiše zunanjim dejavnikom oziroma nesreči ali pa slabim pogojem na trgu. Deaves in Lüders (2009) sta prišla do sklepa, da managerji, ki sicer imajo visoko izobrazbo, trgujejo manj in so tveganju nenaklonjeni. Starejši managerji naj bi bili zrelejši in bolj previdni pri svojih finančnih odločitvah. Starejši managerji imajo tudi večji ugled v podjetjih kot mlajši kolegi in ker želijo dobljen ugled in status zadržati vse do konca svoje kariere, se tako ne odločajo za pretirano tvegane projekte, temveč raje ostajajo v povprečju (Gordon & Arvey, 2004; Demirakos, Strong & Walker, 2004).

Prav tako pa obstajajo tudi raziskovalci, ki trdijo, da starostna komponenta managerjev nima nikakršnega vpliva na samo uspešnost poslovanja podjetja in na nagnjenost managerjev k tveganju (Bowen, Swim & Jacobs, 2000; Zawisza & Cinnirella, 2010).

### **1.2.3 Izobrazba managementa**

Malmendier in Tate (2005) sta raziskovala, kako izobrazba managementa vpliva na poslovanje podjetja. Najprej sta managerje razvrstila v tri skupine glede na njihovo smer študija; managerji s finančno izobrazbo (dodiplomski ali podiplomski študij računovodstva, financ ali ekonomije), managerji s tehnično izobrazbo (dodiplomski ali podiplomski študij inženirstva ali druge naravoslovne veje); ter managerji z drugimi izobrazbami. Na podlagi raziskave sta ugotovila, da managerji s tehnično izobrazbo v investicije vlagajo največ, managerji s finančno izobrazbo in managerji z drugimi izobrazbami pa so bolj občutljivi glede investicijske politike (vlagajo manj). Poleg tega imajo managerji, ki so predsedniki uprave, še znatno povečano občutljivost glede naložbenega denarnega toka.

Gottesman in Morey (2006) sta se izobrazbe managementa lotila drugače. Zanimalo ju je namreč, kakšen vpliv (če sploh) imajo opravljeni izpiti, kot sta Gmat in Sat, na uspešnost poslovanja managerja. Ugotovila sta, da povprečen rezultat managerja na izpitu Gmat močno in pozitivno vpliva na uspešnost poslovanja managerja. Prav tako so pri vodenju pretirano samozavestni tisti managerji, ki imajo 8. ali 9. stopnjo izobrazbe (managerji, ki so magistri ali doktorji znanosti).

Bown in Brady (1993) povezujeta izobrazbo in spol ter v svoji študiji ugotovita, da so ženske bolj izobražene kot moški in želijo svojo izobrazbo in sposobnost pokazati tudi ostalim zaposlenim. V svoji pretirani prepričanosti o visoki izobrazbi in pretiranemu optimizmu glede svojih sposobnosti se ženske odločajo za projekte z večjim tveganjem.

Quazi (2003) je v svoji študij raziskoval družbene obveznosti managerjev in njihovo izobrazbeno strukturo, s poudarkom na osebnih lastnostih glavnih managerjev. Študija je pokazala, da so bolj izobraženi managerji bolj družbeno odgovorni pri svojem poslovanju, zato jih notranja in zunanja okolica podjetja, smatra kot uspešnejše od svojih konkurentov.

#### **1.2.4 Vpliv managerja na poslovno uspešnost podjetij**

V ekonomski teoriji in empiričnih dognanjih so za uspešno poslovanje podjetja najpogosteje navajani naslednji cilji: maksimiziranje dobička, maksimiziranje prodaje, maksimiziranje tržnega deleža, preživetje in doseganje zadovoljive ravni dobičkov (Mramor, 2002). Med raziskovalci obstaja splošno soglasje, da managerji vplivajo na uspešnost poslovanja podjetja (Connolly, 1980; Halford, 1993). Če želi manager zagotoviti dolgoročno uspešnost podjetja, mora slediti naslednjim načelom (Collins & Devanna, 1996): ustvarjanje pozitivnega delovnega okolja, zagotavljanje strateške usmeritve podjetja, razporejanje sredstev, izboljšanje kakovosti managementa, prizadevanje za boljšo organizacijo in zagotavljanje odličnosti pri poslovanju in končnih rezultatih. Manager mora biti predvsem zmožen izbrati tista področja, na katerih bo njegovo delo najbolj vplivalo na poslovne dosežke. Ponavadi je obseg dela managerja tolikšen, da venomer naleti na več težav, kot jih lahko sam reši, v primerjavi s priložnostmi, ki jih lahko izrabi. Manager se torej mora odločiti, da enkrat bolj poudari oblikovanje strategije, drugič pa se osredini na razvijanje kadrov ali delovnega okolja. Odločitve so tako povezane s tem, kdaj čemu dati prednost in katere naloge predati drugim zaposlenim.

Uspeh managerja pa ni odvisen le od tega, koliko pozornosti nameni svojim nalogam. Nekateri managerji so preprosto boljši vodje kot drugi in spet nekateri imajo ustrezne izkušnje ali osebni slog, ki je v določenem položaju še posebej primeren. Ne glede na svoje vodstvene sposobnosti ali osebnostne značilnosti, pa mora manager odločati o tem, kako usmerjati prizadevanja, da bi občutno izboljšal poslovanje podjetja (Collins & Devanna, 1996).

Praviloma managerji niso veliki solastniki podjetja, zato pogosto zasledujejo druge cilje kot pa maksimiranje vrednosti delnice podjetja. Najpogosteje se omenjajo naslednji cilji managerjev: krepitev varnosti lastnega delovnega mesta, povečevanje lastnega ugleda in statusa, naraščanje moči, s katero razpolagajo, višje plače in druge bonitete. Lastniki podjetja usmerjajo managerje k pravemu cilju s kombinacijo nagrad in groženj, kar pa posledično predstavlja določene stroške (Berk et al., 2002). Nagrajevanje managerjev sestoji navadno iz treh delov: tekoče plače, bonusa na koncu poslovnega leta in delnic ali opcij za nakup delnic. Prav zadnji del naj bi uskladil interese lastnikov in managerjev, saj je sedaj tudi slednjim v interesu, da vrednost delnice narašča.

## **2 PODATKI IN VZOREC**

V svoji magistrski nalogi sem analizirala 35 slovenskih podjetij, ki kotirajo oziroma so kotirala na Ljubljanski borzi med leti 2005 in 2009. Podjetja sem izbrala na podlagi tržne kapitalizacije. Za vsako posamezno podjetje sem iz letnih poročil izbrala ključne računovodske podatke, kot so čisti dobiček, kapital, celotna sredstva, celotne obveznosti, čisti prihodki od prodaje, ebit, ebitda, obseg naložb, število izdanih delnic idr. Za vsako posamezno podjetje sem na podlagi pridobljenih podatkov izračunala še dobičkonosnost sredstev (v nadaljevanju ROA) in dobičkonosnost kapitala (v nadaljevanju ROE) ter vrednost dividende na delnico.

### **2.1 Glavni viri podatkov**

Glavni vir podatkov je bila baza letnih poročil, ki sem jih našla na spletnih straneh Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (v nadaljevanju AJPES) ter na spletni strani Ljubljanske borze. V analizo so bila vzeta tista slovenska podjetja, ki so imela tržno kapitalizacijo v letu 2005 večjo kot 10,000.000 € ali pa so po kriteriju spadala med petintrideset največjih podjetij v Sloveniji, ki kotirajo na Ljubljanski borzi. Na tem mestu je potrebno opozoriti, da so bila v analiziranem obdobju nekatera podjetja izključena iz trgovanja na borzi, nekatera podjetja niso več ustrezala kriteriju petintridesetih največjih slovenskih podjetij ali pa njihova tržna kapitalizacija ni dosegala omenjene mejne vrednosti. Teh podjetij nisem izključila iz analize, ker bi v nasprotnem primeru vzorec postal nereprezentativen. Za analizirano okolje sem vzela Slovenijo, ker se mi zdi primerna za preučevanje vedenja ekonomskih subjektov z vidika vedenjskih financ. Tako gospodarsko kot politično okolje sta razmeroma novi, saj samostojna Republika Slovenija obstaja vsega dvajset let.



## **2.2 Najpomembnejše demografske značilnosti managementa**

Nato sem s pomočjo spleta oziroma v letnem poročilu našla podatke o osebnostnih značilnostih managerja in celotne uprave. Na tej stopnji so me zanimali naslednji podatki: spol managerja, odstotek žensk v upravi, izobrazba managerja ter izobrazba uprave, starost managerja, povprečna starost uprave, za nadaljnjo analizo pa se mi je zdel zanimiv podatek, koliko časa je oseba v vlogi managerja. Poiskala sem tudi podatke o odstotku lastništva izdanih delnic, ki ga imata Slovenska odškodninska družba, d. d., in Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju za posamezno leto, saj me je zanimalo, kakšno vlogo (če sploh) imata državni podjetji v poslovanju podjetij. Poleg tega sem še izračunala odstotek izdanih delnic, ki so v lasti uprave in odstotek izdanih delnic, ki ga ima v lasti manager podjetja.

S pomočjo navedenih podatkov sem poskušala razložiti vedenjske pristranskosti managerjev in uprave podjetja pri samem poslovanju. Vsi omenjeni računovodski podatki so mi v analizah služili kot odvisne spremenljivke, kot neodvisne spremenljivke pa sem obravnavala podatke o osebnostnih značilnostih managerja in uprave. Tradicionalne managerske teorije sicer trdijo, da management ravna najprej v skladu z lastnimi interesi in šele nato v skladu z interesi lastnikov podjetja, v magistrski nalogi pa sem poskušala pokazati, da na poslovanje managerja vplivajo tudi njegove demografske značilnosti. V nadaljevanju bom najprej predstavila glavne pristranskosti managerja skozi vedenjske finance, kasneje pa še tiste managerjeve karakteristike, ki so se skozi analizo pokazale kot statistično značilne.

## **2.3 Opis spremenljivk**

### **2.3.1 Odvisne spremenljivke**

V vzorec je bilo vključenih petintrideset slovenskih podjetij, za katere sem našla oziroma izračunala naslednje računovodske podatke: čisti prihodki od prodaje, ebit (ki predstavlja dobiček pred obrestmi in davki), ebitda (ki predstavlja dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo oziroma denarni tok iz poslovanja pred davki), čisti dobiček, kratkoročna sredstva, dolgoročna sredstva, kapital podjetja, kratkoročne in dolgoročne obveznosti, naložbe podjetja, dobičkonosnost sredstev in dobičkonosnost kapitala.

V naslednjem odstavku bom opisala vse računovodske pojme, uporabljene v empirični analizi. Definicije za vse računovodske pojme sem našla na spletnih straneh Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (Ajpes, 2011).

- **Čisti prihodki od prodaje** so »prodajne vrednosti prodanih proizvodov oziroma trgovskega blaga in materiala ter opravljenih storitev v obračunskem obdobju, zmanjšane za popuste ob prodaji«.

- **Dobiček pred obrestmi in davki** je »finančna analitična kategorija, ki se iz računovodskih podatkov izkaza uspeha izračuna tako, da se čistemu dobičku prištejejo obresti in davki«.
- **Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo** je »rezultat poslovanja, preden podjetje plača vse obresti, davke in amortizacijo«.
- **Čisti dobiček** je »pozitivni rezultat razlike med vsemi prihodki ter vsemi odhodki v poslovnem letu, zmanjšane za davek iz dobička in za druge davke. Čista izguba pa je negativni rezultat razlike med vsemi prihodki ter vsemi odhodki v poslovnem letu, zmanjšane za davek iz dobička in za druge davke«.
- **Kapital** je »lastni vir financiranja podjetnika. Sestavljen je iz prenosov vrednosti stvarnega premoženja, posebnih prevrednotenih popravkov kapitala in poslovnega izida. Podjetnikov kapital je stanje kapitala na datum izkaza stanja, to je razlika med sredstvi in ne-kapitalskimi obveznostmi do njihovih virov v izkazu stanja«.
- **Dobičkonosnost sredstev** nam pove, »kako uspešen je bil podjetnik pri upravljanju s sredstvi. Kazalnik kaže, koliko dohodka oziroma negativnega poslovnega izida je podjetnik ugotovil z obstoječimi sredstvi, ne glede na to, kako so financirana. Podjetnik je uspešnejši, če je vrednost pozitivnega kazalnika čim višja«.
- **Dobičkonosnost kapitala** je »eden najpomembnejših in najpogosteje uporabljenih kazalnikov pri presojanju uspešnosti upravljanja s premoženjem gospodarske družbe. Kazalnik pove, koliko dodane vrednosti oz. izgube na substanci je gospodarska družba ustvarila na denarno enoto vloženega kapitala. Vrednost kazalnika je negativna, v kolikor ima gospodarska družba izgubo na substanci«.

### 2.3.2 Neodvisne spremenljivke

Za vsako podjetje, vključeno v raziskavo, sem poiskala naslednje podatke, ki sem jih obravnavala kot neodvisne spremenljivke: spol managerja, odstotek žensk v upravi, izobrazba managerja ter izobrazba uprave, starost managerja, povprečna starost uprave, število let, v katerih je oseba (bila) manager. Poiskala sem tudi podatke o odstotku lastništva izdanih delnic, ki ga imata Slovenska odškodninska družba, d. d., in Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju za posamezno leto, saj me je zanimalo, kakšno vlogo (če sploh) imata državni podjetji v poslovanju podjetij. Poleg tega pa sem še izračunala odstotek izdanih delnic, ki so v lasti uprave, in odstotek izdanih delnic, ki ga ima v lasti manager podjetja.

- **Spol managerja:** moški ali ženski.
- **Odstotek žensk v upravi:** razmerje žensk glede na moške.
- **Izobrazba managerja:** dokončana stopnja izobraževanja. Kot osnovo za določitev ravni dokončane izobrazbe sem na spletnih straneh Ministrstva za visoko šolsko, znanost in tehnologijo našla trenutno veljavno lestvico po tako imenovanih starih (dosedanjih) programih in po novih, bolonjskih programih. Tako se za stopnjo 6/1 smatrajo višješolski programi (do leta 1994) in višješolski strokovni programi, kot stopnja 6/2 se smatrajo

dosedanji programi specializacije po višješolskih programih in ostali visokošolski strokovni programi ter, po novih, bolonjskih programih, visokošolski strokovni (1. bolonjska stopnja) in univerzitetni programi (1. bolonjska stopnja). Pod stopnjo 7 spadajo: specializacija po visokošolskih strokovnih programih in vsi univerzitetni programi ter, po bolonjskih programih, magisteriji stroke (2. bolonjska stopnja). V primeru bolonjskih programov stopnja 8/1 ni opredeljena, je pa opredeljena za vse specializacije po univerzitetnih programih in vse magisterije znanosti po starem sistemu. Stopnja 8/2 in 9 se tako po dosedanjih kot po bolonjskih programih smatrata za doktorate znanosti.

- **Izobrazba uprave:** enake ravni dokončane izobrazbe kot pri spremenljivki izobrazba managerja. Dokončana stopnja izobrazbe managerja ni bila vključena v spremenljivko.
- **Starost managerja:** številsko sem opredelila starost managerja.
- **Povprečna starost uprave:** seštevek let vseh članov uprave sem delila s številom članov uprave, pri čemer manager ni vključen.
- **Leta kot manager:** upoštevala sem zgolj tista leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju. Nisem upoštevala managerske zaposlitve v kakšnem drugem podjetju v predhodnih obdobjih.
- **Lastništvo Kapitalske družbe, d. d.:** odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju.
- **Lastništvo Slovenske odškodninske družbe, d. d.:** odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju.
- **Odstotek izdanih delnic, ki so v lasti uprave:** število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja.
- **Odstotek izdanih delnic, ki je v lasti managerja:** število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja.

Zaradi potreb analize sem uvedla še nove, tako imenovane pojasnjevalne spremenljivke. Le-te sem definirala po DuPontovem modelu: koeficient obračanja sredstev, ki sem ga izračunala kot čisti prihodki od prodaje, deljeno s celotnimi sredstvi podjetja (angl. *total assets turnover = sales/total assets*), zadolženost podjetja, ki je izračunana kot delež celotnih sredstev glede na kapital podjetja (angl. *leverage = total assets/equity*) ter profitna marža, ki sem jo izrazila kot delež čistega dobička glede na čiste prihodke od prodaje (angl. *profit margin = net income/sales*). Omenjene finančne kazalce so razvili v DuPontovi družbi za finančno načrtovanje in nadzor. Skozi DuPontove finančne kazalnike se zrcali medsebojno učinkovanje kazalnikov pri ugotavljanju donosnosti kot tudi donosnost lastniškega kapitala. Lahko celo rečemo, da so DuPontovi kazalniki kot rentgenska slika podjetja in razkrivajo medsebojno povezanost bistvenih kazalnikov pri obvladovanju donosnosti celotnega podjetja (Collins & Devanns, 1996).

- **Ln\_TA: naravni logaritem celotnih sredstev**

To spremenljivko sem uvedla, ker delež celotnih sredstev pozitivno vpliva na zadolženost podjetja. Podjetje se lahko zadolži po ugodnejši obrestni meri, posledično pa se lahko tako tudi bolj zadolži (Copeland & Weston, 2005).

- **ROA: dobičkonosnost sredstev**

V nekaterih letnih poročilih je bil kazalec ROA že izražen, pri ostalih podjetjih pa sem ROA izračunala kot dobiček pred obrestmi in davki glede na celotna sredstva podjetja. Kazalnik ROA nam pove, kako donosna so sredstva družbe pri ustvarjanju prihodkov. Donosnost sredstev prikazuje tudi kapitalsko intenzivnost podjetja, ki pa je v veliki meri odvisna od industrije. Podjetja, ki zahtevajo velike začetne investicije, imajo v glavnem nižji donos na sredstva (Needles, Powers, & Crosson, 2011).

- **ROE: dobičkonosnost kapitala**

Kazalec ROE nam pove, koliko kapitala dobimo na vsako vloženo enoto oziroma meri učinkovitost podjetja za ustvarjanje dobička iz vsake enote lastniškega kapitala. Seveda so lastniki podjetja zainteresirani za čim večjo stopnjo ROE, ki pomeni višje donose na vložena finančna sredstva.

- **G: koeficient rasti prihodkov od prodaje v zadnjem letu**

Zanimala me je še stopnja rasti prihodkov od prodaje za vsako posamezno podjetje, ki sem jo izračunala tako, kot je razvidno iz enačbe 1:

$$G_{s,1} = \frac{s_1 - s_0}{s_0}, \quad (1)$$

kjer  $s_1$  predstavlja čiste prihodke od prodaje v letu 1,  $s_0$  pa predstavlja čiste prihodke od prodaje v predhodnem letu. Ta spremenljivka je primerna za tolmačenje rasti podjetja.

### 2.3.3 Tveganje in donosnost

V tem podpoglavju bom predstavila pojma tveganje in donosnost. Pojma sta ključna za nadaljnje razumevanje empiričnih analiz podatkov, ki so predstavljene v nadaljevanju naloge.

Cilj investitorja je doseči karseda velik donos glede na vložena sredstva. Donos investicije je sestavljen iz dveh delov; donosa iz naslova obresti (dividend) in donosa iz naslova kapitalskega dobička oziroma izgube. Venomer moramo biti pazljivi pri uporabi besed donos in donosnost. Donos označuje število denarnih enot, ki jih prejme investitor v določenem obdobju. Donosnost oziroma stopnja donosa pa je relativno (torej v odstotkih) izražen investirani znesek (Berk et al., 2002).

Poleg donosa je pri investicijskih odločitvah ključna kategorija tveganje. O tveganju govorimo takrat, ko prihodnji denarni donosi niso poznani z gotovostjo, temveč samo z verjetnostno porazdelitvijo. Tveganje je torej verjetnost, da bo dejanski donos drugačen od

pričakovanega. Bistveno je razumevanje, da lahko tveganje na donos investitorja vpliva negativno ali pozitivno, torej je lahko dejanski donos manjši ali večji od pričakovanega (Berk et al., 2002). Investitorje lahko razdelimo v tri skupine glede na njihovo nagnjenost do tveganja:

- ljubitelji tveganja (ang. *risk lovers*): bolj tvegane naložbe jim prinašajo večjo korist, ceteris paribus;
- tveganju nenaklonjeni investitorji (ang. *risk averse investors*): manjše tveganje jim prinaša večjo korist, ceteris paribus;
- nevtralni investitorji (ang. *risk neutral investors*): pri oceni investicij ne upoštevajo tveganja.

V povprečju investitorji tveganju niso naklonjeni in imajo raje naložbe, kjer je velika verjetnost, da bodo pričakovani donosi enaki dejanskim. Za tveganju nenaklonjene investitorje velja, da so pripravljeni nositi določeno tveganje le, če so ustrezno nagrajani, kar pomeni, da je zahtevana stopnja donosa ustrezno visoka in da je posledično cena naložbe ustrezno nizka. Malo tvegane naložbe dosegajo višje cene kot druge, bolj tvegane. Ko se takšni investitorji odločajo med dvema naložbama, se odločijo za naložbo, ki ima pri enakem pričakovanem donosu manjše tveganje, ali pa za naložbo, ki ima pri enakem tveganju večji pričakovani donos (Berk et al., 2002).

Analiza tveganja je sestavni del vsake investicijske odločitve. Tveganost naložbe lahko ocenjujemo kot samostojno tveganje posamezne naložbe ali pa kot tveganje naložbe kot del premoženja. Najpogosteje uporabljeni meri tveganja sta varianca in standardni odklon. Obe meri nam povesta, koliko dejanske stopnje donosa odstopajo od pričakovane stopnje donosa. Večje kot je odstopanje možne donosnosti od pričakovane donosnosti, večje je tveganje.

### **3 REZULTATI**

V nadaljevanju predstavim uporabljeno metodologijo in statistično značilne demografske lastnosti slovenskih managerjev, ugotovljene s pomočjo panelne analize.

#### **3.1 Metodologija**

Panelna analiza ali panelna regresija je statistična metoda, ki se pogosto uporablja za raziskovanja v družbenih znanostih in ekonometriji, kjer so prisotni dvodimenzionalni ali večdimenzionalni podatki. Panelni podatki so kombinacija časovnih in presečnih vrst. Prednost teh podatkov je, da upoštevajo spremembe v času in opazovanih enotah (Hrovatin, 1994). Panelni podatki najpogosteje nastopajo kot presečni podatki posameznikov (podjetja, države idr.) v več zaporednih obdobjih. Takšna oblika podatkov pa omogoča analizo v

dodatni dimenziji, ki je druge oblike analize podatkov ne podpirajo. Prav zaradi narave zbranih podatkov sem se odločila za panelno analizo.

Petersen (2009) v svoji raziskavi kot glavne prednosti panelne analize navaja: možnost uporabe velikega vzorca, večja fleksibilnost pri obdelavi podatkov, možnost analiziranja heterogenih pojavov, možno je tudi analiziranje zahtevnih in kompleksnih pojavov. Kot eni največjih slabosti panelne analize pa različni avtorji navajajo problem zanesljivosti in problem veljavnosti. Baltagi (2005) zraven omenjenih problemov navaja še problem realizacije enakega vzorca ob ponovitvah, vprašljiva se zdi tudi sama anonimnost ter učinek prve meritve, ki je še posebej izrazit pri merjenju stališč.

V splošnem lahko panelno regresijo zapišemo tako:

$$y_{it} = a + bx_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

kjer je  $y$  odvisna spremenljivka,  $x$  je neodvisna spremenljivka,  $a$  in  $b$  sta koeficienta,  $i$  so indeksi za ponavljanja oziroma za podjetja in  $t$  dimenzija časa. Napaka  $\varepsilon_{it}$  je zelo pomembna pri panelni analizi. Predpostavka o napaki nam namreč pomaga ugotoviti, ali imamo opravka s stalnimi oziroma z naključnimi učinki.

V literaturi naletimo na dva pristopa k analiziranju panelnih podatkov. To sta model stalnih učinkov (angl. *fixed effects model*) in model naključnih učinkov (angl. *random effects model*). V stalnem modelu učinkov  $\varepsilon_{it}$  predpostavlja, da se spremenljivke razlikujejo nestohastično; na voljo so edinstvene lastnosti posameznikov, ki niso rezultat naključne variacije in se ne spreminjajo skozi čas. Metoda je zelo uporabna, če želimo sprejeti sklepe le na posameznih preučevanih enotah. V modelu naključnih učinkov pa se  $\varepsilon_{it}$  predvidoma stohastično spreminja več kot  $i$  ali  $t$ , ki zahtevata osebno obravnavo matrične napake variance (Gujarati, 1995). V nadaljevanju bom predstavila oba modela še nekoliko podrobneje.

Model stalnih učinkov je najprimernejši za analizo podatkov takrat, ko verjamemo, da med podjetji obstajajo trajne in skozi čas nespremenljive razlike. Model uporabi variacije pojasnjevalnih spremenljivk skozi čas za identifikacijo regresijskih koeficientov (Halaby, 2004).

Model naključnih učinkov predvideva določene predpostavke o porazdelitvi latentne, individualno specifične spremenljivke. Prednost modela naključnih učinkov je v tem, da v primerjavi z modelom stalnih učinkov ocenjuje zožen nabor spremenljivk, kar omogoča večjo natančnost ocenjevanja. Ocenjuje lahko tudi koeficiente za časovno konstantne spremenljivke. Model naključnih učinkov predpostavlja, da je povprečje individualnih učinkov popolnoma neodvisno od pojasnjevalnih spremenljivk. Ta predpostavka je pogosto zelo vprašljiva pri ocenjevanju posameznih modelov. Tako je Hausman predlagal test predpostavke, ki omogoča

izbiro med obema modeloma. V primeru zavrnitve ničelne domneve ima prednost cenilka modela s stalnimi učinki (Polanec, 2007). V nadaljevanju predstavljam specifikacije posameznih analiziranih modelov.

Analizirala sem naslednje odvisne spremenljivke:

- Zadolženost:

$$\begin{aligned} Lever_{it} = & a_{it} + b_1 \cdot s_{c_{it}} + b_2 \cdot z_{u_{it}} + b_3 \cdot st_{c_{it}} + b_4 \cdot st_{u_{it}} + b_5 \cdot iz_{c_{it}} + b_6 \cdot iz_{u_{it}} \\ & + b_c \cdot c_{it,1} + e_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

- Dobičkonosnost kapitala

$$\begin{aligned} Roe_{it} = & a_{it} + b_1 \cdot s_{c_{it}} + b_2 \cdot z_{u_{it}} + b_3 \cdot st_{c_{it}} + b_4 \cdot st_{u_{it}} + b_5 \cdot iz_{c_{it}} + b_6 \cdot iz_{u_{it}} \\ & + b_c \cdot c_{it,2} + e_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

- Dobičkonosnost sredstev

$$\begin{aligned} Roa_{it} = & a_{it} + b_1 \cdot s_{c_{it}} + b_2 \cdot z_{u_{it}} + b_3 \cdot st_{c_{it}} + b_4 \cdot st_{u_{it}} + b_5 \cdot iz_{c_{it}} + b_6 \cdot iz_{u_{it}} \\ & + b_c \cdot c_{it,3} + e_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

- Stopnja rasti prihodkov iz prodaje

$$\begin{aligned} G_{it} = & a_{it} + b_1 \cdot s_{c_{it}} + b_2 \cdot z_{u_{it}} + b_3 \cdot st_{c_{it}} + b_4 \cdot st_{u_{it}} + b_5 \cdot iz_{c_{it}} + b_6 \cdot iz_{u_{it}} \\ & + b_c \cdot c_{it,4} + e_{it} \end{aligned} \quad (6)$$

Legenda uporabljenih okrajšav:

$s_{c_{it}}$  pomeni spol managerja,  $z_{u_{it}}$  pomeni delež žensk, ki so članice uprave,  $st_{c_{it}}$  pomeni starost managerja,  $st_{u_{it}}$  pomeni povprečna starost uprave,  $iz_{c_{it}}$  pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja,  $iz_{u_{it}}$  pomeni dokončano stopnjo izobrazbe uprave,  $b_c$  pomeni vektor koeficientov in  $c_{it}$  pomeni vektor kontrolnih spremenljivk v posameznem modelu,  $e_{it}$  so slučajni dejavniki oz. reziduali v posameznem modelu.

### 3.2 Opisne statistike vzorca

Na tem mestu bom podrobneje predstavila tiste neodvisne spremenljivke, ki so se skozi panelno analizo največkrat pokazale kot statistično značilne. To so spol managementa, starost managementa in izobrazba managementa.

### 3.2.1 Spol managementa

Med petintridesetimi slovenskimi podjetji, ki so v letih 2005–2009 kotirale na Ljubljanski borzi d. d., je imelo v povprečju kar 94 % podjetij na čelu glavnega managerja zaposlenega moškega. Odstotek se je sicer skozi opazovana leta spreminjal; povprečno je bilo moških, zaposlenih na mestu glavnega managerja, največ leta 2006, in to kar 96 %. Vsi podatki so prikazani v Tabeli 1. Prav tako sem zbrala tudi podatke o deležu žensk, ki so imele sedež v upravi. Naj opomnim, da sem ločila mesto glavnega managerja in mesta članov uprave ter deleže izračunala ločeno.

Delež žensk v upravi podjetja je od leta 2005 do leta 2008 v povprečju naraščal, leta 2009 pa nekoliko upadel in v povprečju znašal 13,2 %. Omenjeni statistični podatki so predstavljeni v Tabeli 1. Poleg povprečnih vrednosti se mi zdijo zanimivi tudi podatki o standardnem odklonu. Ti podatki nam povejo, kakšna je bila razpršenost enot, ki so vsebovane v populaciji. Iz tabele je razvidno, da je skupni standardni odklon po letih enak 0,266, kar pomeni, da je bila razpršenost relativno majhna.

V Tabeli 1 navedena spremenljivka `spol_ceo` pomeni spol managerja, spremenljivka `zenske_v_upravi` pa predstavlja delež žensk v upravi podjetja. V tabelah 1, 2 in 3 so navedene tudi najpogosteje uporabljene srednje vrednosti (aritmetična sredina in mediana), minimalne in maksimalne vrednosti ter mere variabilnosti (standardni odklon). Aritmetična sredina je najpomembnejša srednja vrednost. Mediana ali središčnica predstavlja tisto vrednost, pri kateri ima polovica enot statistične množice ali vzorca manjše, polovica pa večje vrednosti od mediane. Varianca je povprečna napaka med dejanskimi vrednostmi spremenljivke in njeno aritmetično sredino. Izraža se v kvadratu osnovne mere. Zaradi tega se pogosteje uporablja standardni odklon, ki je enak kvadratnemu korenu iz variance in se izraža v enakih enotah kot spremenljivka in njena aritmetična sredina. Standardni odklon uporabljamo tudi kot mero reprezentativnosti aritmetične sredine. Manjši kot je standardni odklon, manjše so razlike med dejanskimi vrednostmi spremenljivke in njeno aritmetično sredino ter obratno. Če so vse vrednosti spremenljivke enake, tedaj je standardni odklon enak nič (Bastič, 2006).



Tabela 1: Povzetek statističnih podatkov za spol managerja in odstotek žensk, zaposlenih v upravi podjetja v letih 2005–2009

Leto		2005		2006		2007		2008		2009		skupaj	
dem. znač.		Spol_	Ženske_	Spol_	Ženske_	Spol_	Ženske_	Spol_	Ženske_	Spol_	Ženske_	Spol_	Ženske_
		ceo	v_	ceo	v_	ceo	v_	ceo	v_	ceo	v_	ceo	v_
			upravi		upravi		upravi		upravi		upravi		upravi
zbirna stat.	Arit. Sredina	0,96	0,1	0,94	0,11	0,94	0,13	0,94	0,15	0,92	0,14	0,94	0,13
	Stand. Odklon	0,19	0,24	0,23	0,24	0,23	0,27	0,23	0,29	0,27	0,288	0,23	0,26
	Meidana	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00
	N	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00

### 3.2.2 Starost managementa

Skozi panelne analize podatkov vpliva demografskih značilnosti managerjev na naklonjenost tveganju in uspešnost poslovanja slovenskih podjetij sta se starost managementa in starost uprav pokazali kot statistično značilni spremenljivki. Iz Tabele 2 je razvidno, da je bil v opazovanem obdobju 2005–2009 najmlajši glavni manager star 31 let, najstarejši pa je imel 68 let. V povprečju so bili managerji in člani uprave slovenskih podjetij v opazovanem obdobju približno iste starosti (48,5 let).

V tabeli navedena spremenljivka `starost_ceo` pomeni starost managerja, spremenljivka `starost_uprava` pa povprečno starost uprave. Opomnim naj, da je povprečna starost uprave seštevek let vseh članov uprave, deljen s številom članov uprave, pri čemer manager ni vključen v izračun. V Tabeli 2 so še naslednje okrajšave: `arit.sredina` pomeni aritmetična sredina, `stand.odkl` pomeni standardni odklon, `mediana` je mediana, `n` pomeni število enot v vzorcu.

Tabela 2: Povzetek statističnih podatkov za starost managerja in povprečno starost članov uprave podjetja v letih 2005–2009

leto		2005		2006		2007		2008		2009		skupaj	
dem. znač.		starost_	starost_	starost	starost_	starost	starost_	starost	starost_	starost	starost_	starost	starost_
		ceo	uprava	_ceo	uprava	_ceo	uprava	_ceo	uprava	_ceo	uprava	_ceo	uprava
zbirna stat.	Arit. Sredina	47,52	47,01	48,26	47,87	48,86	48,66	49,04	49,12	49,18	49,31	48,57	48,39
	Stand. Odklon	8,26	7,01	8,12	7,03	8,09	7,04	8,16	6,79	7,93	7,11	8,07	6,99
	Meidana	48,00	46,75	48,5	47,37	48,50	48,00	47,50	48,67	48,00	48,04	48,00	48,00
	N	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00

### 3.2.3 Izobrazba managementa

Skozi panelne analize podatkov vpliva demografskih značilnosti managerjev na naklonjenost tveganju in uspešnost poslovanja slovenskih podjetij sta se izobrazba managementa in izobrazba uprave pokazali kot statistično značilni spremenljivki. Kot sem že omenila v nalogi, sem na spletnih straneh Ministrstva za visoko šolsko, znanost in tehnologijo (Ministrstvo za visoko šolstvo, znanost in tehnologijo, 2011) kot osnovo za določitev ravni dokončane izobrazbe našla trenutno veljavno lestvico po tako imenovanih starih (dosedanjih) programih in po novih, bolonjskih programih. Tako se za stopnjo 6/1 smatrajo višješolski programi (do leta 1994) in višješolski strokovni programi, kot stopnja 6/2 se smatrajo dosednji programi specializacije po višješolskih programih in ostali visokošolski strokovni programi ter, po novih, bolonjskih programih, visokošolski strokovni (1. bolonjska stopnja) in univerzitetni programi (1. bolonjska stopnja). Pod stopnjo 7 spadajo: specializacija po visokošolskih strokovnih programih in vsi univerzitetni programi ter, po bolonjskih programih, magisteriji stroke (2. bolonjska stopnja). V primeru bolonjskih programov stopnja 8/1 ni opredeljena, je pa opredeljena za vse specializacije po univerzitetnih programih in vse magisterije znanosti po starem sistemu. Stopnja 8/2 in 9 pa se tako po dosedanjih kot po bolonjskih programih smatrata za doktorate znanosti.

V Tabeli 3 je prikazana izobrazbena struktura managementa in izobrazbena struktura uprave podjetja v letih 2005–2009. Iz tabele je razvidno, da je najnižja stopnja izobrazbe managerja 7., najvišja pa 9. stopnja. Nekoliko slabša je izobrazbena struktura članov uprave podjetja, saj med njimi ni niti enega člana z 9. stopnjo izobrazbe, najdemo pa celo osebo, ki ima zgolj 6. stopnjo izobrazbe. Iz tega lahko sklepamo, da so glavni managerji v podjetju bolj izobraženi od svojih članov uprave.

V Tabeli 3 je stopnja izobrazbe managerja označena s simbolom `izobrazba_ceo`, povprečna stopnja izobrazbe celotne uprave pa s simbolom `izobrazba_uprave`. V Tabeli 3 so še naslednje okrajšave: `arit.sredina` pomeni aritmetična sredina, `stand.odkl` pomeni standardni odklon, mediana je mediana, `n` pomeni število enot v vzorcu.

Tabela 3: Povzetek statističnih podatkov za izobrazbeno strukturo managerja in izobrazbeno strukturo članov uprave podjetja v letih 2005–2009

leto		2005		2006		2007		2008		2009		skupaj	
dem. znač.		Izobrazba_ceo	Izobrazba_uprave	Izobrazba_ceo	Izobrazba_uprave	Izobrazba_ceo	Izobrazba_uprave	Izobrazba_ceo	Izobrazba_uprave	Izobrazba_ceo	Izobrazba_uprave	Izobrazba_ceo	Izobrazba_uprave
zbirna stat.	Arit. Sredina	7,26	7,28	7,26	7,26	7,31	7,31	7,36	7,38	7,43	7,41	7,32	7,33
	Stand. Odklon	0,44	0,37	0,44	0,36	0,46	0,38	0,48	0,39	0,57	0,38	0,48	0,38
	Meidana	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,33	7,00	7,40	7,00	7,20
	N	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00

### 3.2.4 Ostale upoštevane značilnosti slovenskih managerjev

Poleg zgoraj predstavljenih demografskih značilnosti managerjev in uprave podjetja, ki so se pokazale kot statistično značilne, sem analizirala še značilnosti managerjev, ki pa se skozi panelno analizo niso pokazale kot statistično značilne, vendar so jih tuji avtorji v svojih raziskavah definirali kot statistično vplivajoče spremenljivke, in sicer so to naslednje: leta kot manager (gre za časovno spremenljivko – merila sem, koliko časa je oseba na mestu glavnega managerja podjetja), delež delnic v lasti članov uprave in delež delnic v lasti managerja.

Nekoliko me je presenetilo, da se obdobje, ko je (bila) oseba glavni manager, ni izkazalo za statistično značilno spremenljivko. Razlog najverjetneje leži v tem, da se v Sloveniji močno čuti vpliv politike na gospodarstvo, in sicer preko paradržavnih podjetij, ki so pomemben lastnik največjih slovenskih podjetij in bank. Tako je vloga in mesto managerja potrjena političnemu vplivu. V Sloveniji namreč obstaja zgolj eno podjetje, ki kotira na borzi, kjer je glavni manager na vodilni funkciji že več kot 15 let zaporedoma. Povprečno so bili managerji na svoji poziciji 5 zaporednih let.

V Sloveniji je večina managerjev plačanih po kriterijih Združenja Manager, ki je izdalo tako imenovana Priporočila za določitev višine osnovne plače slovenskih managerjev. Seveda so slovenski managerji plačani in nagrajeni za uspešno delo z opcijami in delnicami, vendar ta način uporablja le nekaj podjetij. Poglavitni razlog bi lahko bila majhna likvidnost delnic na borzi. V spodnji tabeli lahko vidimo, da je med leti 2005 in 2009 povprečni delež delnic v lasti uprave 1,18%, povprečni delež delnic v lasti managerjev pa je bil v istem obdobju 0,55%.

V Tabeli 4 okrajšava leta\_kot\_ceo pomeni število let dela kot manager v analiziranem podjetju, del\_v\_lasti\_uprave predstavlja delnice, ki so bile v lastni uprave, del\_v\_lasti\_ceo predstavlja delnice, ki so bile v lasti managerja. V Tabeli 4 so še naslednje okrajšave: arit.sredina pomeni aritmetična sredina, stand.odkl pomeni standardni odklon, mediana je mediana, n pomeni število enot v vzorcu.

Tabela 4: Povzetek statističnih podatkov za obdobje, ko je (bila) oseba manager, delež delnic v lasti članov uprave in delež delnic v lasti managerja v letih 2005–2009

leto	Zbirna stat.	leta_kot_ceo	del_v_lasti_uprave	del_v_lasti_ceo
2005	Arit. sredina	4,10	0,93	0,36
	Stand. odklon	3,89	2,00	0,98
	Mediana	3,00	0,00	0,00
	N	35,00	35,00	35,00
2006	Arit. sredina	4,86	1,17	0,57
	Stand. odklon	4,03	3,09	2,24
	Mediana	4,00	0,00	0,00
	N	35,00	35,00	35,00
2007	Arit. sredina	5,40	1,16	0,57
	Stand. odklon	3,91	3,05	2,24
	Mediana	4,50	0,00	0,00
	N	35,00	35,00	35,00
2008	Arit. sredina	5,66	1,33	0,63
	Stand. odklon	4,24	3,64	2,75
	Mediana	4,50	0,00	0,00
	N	35,00	35,00	35,00
2009	Arit. sredina	5,72	1,32	0,62
	Stand. odklon	4,35	3,60	2,76
	Mediana	5,00	0,00	0,00
	N	35,00	35,00	35,00
Skupaj	Arit. sredina	5,14	1,18	0,55
	Stand. odklon	4,10	3,12	2,27
	Mediana	4,00	0,00	0,00
	N	175,00	175,00	175,00

### 3.3 Analiza rezultatov

Zaradi narave zbranih podatkov sem se odločila izvesti panelno analizo, saj omogoča analiziranje večdimenzionalnih podatkov v več zaporednih letih. V Prilogi 1 je tabela z vsemi petintridesetimi podjetji, ki so bila vključena v raziskavo. Za izdelavo panelnih analiz sem uporabila statistični oziroma ekonometrični paket Stata, ki je eden izmed najpopularnejših programov med empiričnimi ekonomisti. Program Stata omogoča panelno analizo podatkov na podlagi modela s stalnimi in naključnimi učinki (Allison, 1994).

Najprej sem naredila tako imenovano splošno panelno analizo, ki sem jo kasneje nadgradila še s tremi različicami: panelna analiza s podatki popravljenimi za vpliv ekstremnih vrednosti, panelna analiza brez podjetja Krka, d. d., in panelna analiza brez podjetij, ki so bila podvržena managerskim odkupom. Pri vsaki različici analize bom podrobneje razložila namen in cilj ter dobljene podatke. Za izdelavo več različic panelnih analiz sem se odločila, ker sem želela

preveriti, ali se bodo kot statistično značilne pokazale iste demografske značilnosti managerjev, ki imajo vpliv na uspešnost poslovanja in na managersko nagnjenost k tveganju.

Glede na prebrano literaturo pričakujem, da bodo imele demografske značilnosti managerjev statistično značilen vpliv na uspešnost poslovanja podjetja in na managersko nagnjenost k tveganju. Pričakujem, da se bodo kot bolj tveganju naklonjeni izkazali managerji moškega spola, ki so visoko izobraženi. Pogosto imajo moški preveč optimistično mišljenje o svojih lastnih sposobnostih in svojem znanju ter menijo, da posedujejo boljše informacije kot njihovi konkurenti. Prevelika samozavest managerjev pa pelje do povečanega trgovanja, kar dolgoročno zmanjšuje pričakovano donosnost. Prav tako pričakujem, da bodo starejši managerji tveganju bolj nenaklonjeni kot njihovi mlajši kolegi, saj naj bi bili starejši managerji zrelejši in bolj previdni pri svojih finančnih odločitvah. Večina raziskovalce je prišla do ugotovitev, da naklonjenost k večjemu zadolževanju narašča z višjo stopnjo izobrazbe managementa; tako naj bi najbolj tvegane odločitve prevzemali managerji, ki so visoko izobraženi in moškega spola. To so bistvene predpostavke moje magistrske naloge, ki jih bom skozi empiričen del poskušala analizirati. Za analizo podatkov bom uporabila panelno analizo.

### **3.4 Splošna panelna analiza**

Namen osnovnega modela panelne analize na vzorcu petintridesetih slovenskih podjetij je preveriti, katere pojasnjevalne spremenljivke značilno vplivajo na naklonjenost tveganju in uspešnost poslovanja slovenskih podjetij. Cilj osnovnega modela panelne regresije pa je ugotoviti, ali lahko s temeljnimi demografskimi lastnostmi managerjev, črpani iz teorije vedenjskih financ, pojasnimo tveganost in uspešnost poslovanja podjetja.

Zaradi večje preglednosti in boljšega razumevanja odvisnih spremenljivk, sem le-te razvrstila v štiri modele. Prvi model je preverjal vpliv demografskih značilnosti managementa na zadolženost in profitabilnost podjetja. Drugi model je preverjal, kako demografske značilnosti managementa vplivajo na dobičkonosnost sredstev (v nadaljevanju ROA), tretji model je preverjal vpliv demografskih značilnosti managerja na dobičkonosnost kapitala (v nadaljevanju ROE), četrti model pa je preverjal vpliv demografskih značilnosti managementa na stopnjo rasti čistih prihodkov od prodaje. Vse regresijske funkcije sem ocenila po metodi stalnih učinkov in po metodi naključnih učinkov ter na podlagi Hausmanovega testa izbrala boljšo metodo. Celotni izpisi regresijskih funkcij se nahajajo v prilogah, v nadaljevanju pa so predstavljeni zgolj tisti modeli, ki so podali statistično značilne rezultate.



### 3.4.1 Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka zadolženost podjetja

Iz Tabele 5 je razvidno, da sem v prvi model, kjer sem preverjala zadolženost podjetja, vključila vse demografske lastnosti managerjev, delež lastništva delnic Kapitalske družbe d.d. (v nadaljevanju Kad) in delež lastništva delnic Slovenske odškodninske družbe d.d. (v nadaljevanju Sod), profitno maržo ter naravni logaritem celotnih sredstev, kot mera zadolženosti podjetja.

Iz Tabele 5 je jasno razvidno, da sta tako izobrazba managerja, kot izobrazba uprave, statistično značilni spremenljivki, ki imata močan in pozitiven vpliv na zadolženost podjetja. Torej, če se izobrazba managerja poveča za eno stopnjo, se zadolženost podjetja poveča za 6,06 % in če se poveča izobrazba uprave za eno stopnjo, se nagnjenost k večji zadolžitvi povzpne za 13,45 %. Kot pravita Hambrick in Mason (1984) je izobrazba izjemno pomemben faktor, ko govorimo o demografskih značilnostih managementa. Formalna izobrazba, do neke mere označuje managerja in njegove baze znanja; tako imajo osebe, ki so študirale naravoslovne vede, drugačne kognitivne načine razmišljanja, kot osebe iz družboslovnega področja. Z vsako nadaljnjo stopnjo izobraževanja, se posameznik, še bolj definira s svojo izobrazbo. To pomeni, da se doktorji znanosti bolj zavedajo svoje formalne izobrazbe in ji dajejo večji pomen, kot recimo diplomanti oziroma magistri znanosti. Tudi Li in Tang (2010) sta v svoji raziskavi ugotovila, da naklonjenost k večjemu zadolževanju narašča z višjo stopnjo izobrazbe managementa; tako naj bi najbolj tvegane odločitve prevzemali managerji, ki so visoko izobraženi in moškega spola.

Negativen in močan vpliv pa ima delež lastništva delnic podjetja Kad na nagnjenost k zadolževanju. Drugače povedano, če se delež lastništva podjetja Kad poveča za en odstotek, se zadolženost podjetja zmanjša za 0,38 %. Prav tako ima lastništvo delnic managerja in uprave negativen vpliv na zadolževanje; večje kot je lastništvo delnic vodilnega kadra v podjetju, manjša je nagnjenost k pretiranemu zadolževanju podjetja. Ostale demografske značilnosti managerjev (spol, starost, leta kot manager, lastništvo delnic Sod, d.d.) nimajo statistično značilnega vpliva na zadolženost obravnavnih podjetij.

Iz Tabele 5 je tudi razvidno, da sta pojasnjevalni spremenljivki delnice v lasti uprave in delnice v lasti glavnega managerja statistično značilni in kažeta negativen vpliv na zadolženost podjetja. Determinacijski koeficient ( $R^2$ ) kaže delež pojasnjevalne variance v skupni varianci za odvisno spremenljivko zadolženost podjetja. Determinacijski koeficient je enak 0,0842, kar pomeni, da je 8,42 % celotne variance je pojasnjene z variabilnostjo spremenljivke zadolženost podjetja.

*Tabela 5: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže ter celotnih sredstev na zadolženost slovenskih podjetij po metodi stalnih učinkov*

METODA STALNIH UČINKOV		
Odvisna spr. (leverage)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	t
spol_ceo	1,31	0,34
ženske_v_upravi	-2,06	-0,58
starost_ceo	-0,25	-1,74
starost_uprave	0,06	0,70
izobrazba_ceo	6,06	3,80***
izobrazba_uprave	13,45	5,32***
leta_kot_ceo	0,41	1,75
Kad	-0,38	-2,64**
Sod	-0,40	-0,87
Del_v_lasti_upr	1,82	-2,35**
Del_ceo	2,01	-2,14**
prof_mrg	-0,01	-0,12
Ln_ta	-0,08	-0,60
Št. opazovanj	175,00	
Št. podjetij	35,00	
R2	0,0842	
F	0,0002***	
Hausmanov test	0,0292***	

Statistično značilna razlika:

\*\*\* P |t| < 0,01; \*\* P |t| < 0,05; \* P |t| < 0,10.

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, prof\_mrg pomeni profitna marža, Ln\_ta pomeni naravni logaritem celotnih sredstev.

### **3.4.2 Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost kapitala**

Ko sem analizirala vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže, bilančne vsote prometa ter celotnih sredstev na dobičkonosnost kapitala, sem ugotovila, da so starost managerja, povprečna starost uprave, izobrazba managerja in izobrazba uprave ter delež lastništva podjetja Kad statistično značilne

spremenljivke. Ostale preučevane spremenljivke niso bile statistično značilne. Starost managerja in povprečna starost uprave sicer negativno vpliva na dobičkonosnost sredstev, saj se z višjo starostjo glavnega managerja dobičkonosnost managerja zmanjšuje. Lastniki kapitala si želijo mlajšega managerja, ker jim to zagotavlja višje donose na vloženi kapital. Povedano drugače, če se poveča starost managerja v podjetju za eno leto, se dobičkonosnost kapitala zmanjša za 10,56 %.

*Tabela 6: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže, bilančne vsote prometa ter celotnih sredstev na dobičkonosnost kapitala po metodi stalnih učinkov*

METODA STALNIH UČINKOV		
Odkvisna spr. (ROE)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	t
spol_ceo	-60,69	0,73
ženske_v_upravi	-3,76	0,05
starost_ceo	-10,56	3,65***
starost_uprave	-4,09	1,99**
izobrazba_ceo	26,59	7,31***
izobrazba_uprave	25,40	3,53***
leta_kot_ceo	6,27	1,25
Kad	5,51	1,90*
Sod	1,76	1,78
Del_v_lasti_upr	25,33	1,52
Del_ceo	28,79	-1,42
TAT	5,37	0,87
prof_mrg	-0,02	-0,53
Lever	-32,42	-19,87**
ln_ta	52,79	1,85
Št. opazovanj	175,00	
Št. podjetij	35,00	
R2	0,4893	
F	0,0000***	
Hausmanov test	0,0000***	

Statistično značilna razlika:

\*\*\* P  $|t| < 0,01$ ; \*\* P  $|t| < 0,05$ ; \* P  $|t| < 0,10$ .

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, TAT pomeni bilančna vsota prometa prof\_mrg pomeni profitna marža, Lever pomeni zadolženost, ln\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.

Ravno obratno pa je s pojasnjevalnima spremenljivkama izobrazba managerja in izobrazba uprave. T-test je za obe spremenljivki značilen in kaže na pozitivno korelacijo. To pomeni, da višja izobrazbena struktura vodilnega kadra podjetja, pomeni višje donose na investirana sredstva za lastnike kapitala. To pomeni, da se dobičkonosnost kapitala poveča za 26,59 %, če se izobrazba managerjev poveča za eno stopnjo. In dobičkonosnost sredstev se poveča za 25,40 %, če se stopnja dokončane izobrazbe uprave poveča za eno stopnjo. Podatki so predstavljeni v Tabeli 6.

Delež lastništva delnic podjetja Kad pozitivno vpliva na dobičkonosnost kapitala. Če se delež lastništva podjetja Kad poveča za en odstotek, se dobičkonosnost kapitala podjetja poveča za 5,51 %. Kot je razvidno iz Tabele 6, pa podjetje Sod nima statistično značilnega vpliva na dobičkonosnost kapitala v obravnavanih podjetjih.

### **3.4.3 Metoda naključnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost sredstev**

Za raziskovanje demografskih značilnosti managerjev slovenskih podjetij v letih 2005–2009 sem na podlagi Hausmanovega testa ( $\text{Prob} > \chi^2 = 0,6969$ ) za analiziranje dobičkonosnosti sredstev izbrala metodo naključnih učinkov. Metoda je pokazala, da sta spremenljivki spol managerja in delež žensk v upravi statistično značilni in v pozitivni korelaciji z dobičkonosnostjo sredstev. Opomnim naj, da je bilo v preučevanem obdobju v povprečju kar 94 % moških managerjev. Ponovno sta se kot statistično značilni pokazali spremenljivki izobrazba glavnega managerja in izobrazba uprave, ki sta v pozitivni korelaciji z dobičkonosnostjo sredstev. Predstavitev podatkov je v Tabeli 7.

Tabela 7: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže, bilančne vsote prometa ter celotnih sredstev na dobičkonosnost sredstev po metodi naključnih učinkov

METODA NAKLJUČNIH UČINKOV		
Odkvisna spr. (ROA)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	z
spol_ceo	0,72	2,83***
ženske_v_upravi	0,66	2,89***
starost_ceo	-0,01	-0,18
starost_uprave	-0,02	0,42
izobrazba_ceo	0,28	2,57**
izobrazba_uprave	0,41	2,92***
leta_kot_ceo	-0,09	-1,11
Kad	-0,02	-0,49
Sod	0,710	0,37
Del_v_lasti_upr	-0,04	-0,17
Del_ceo	0,08	0,24
TAT	0,08	-1,49
prof_mrg	0,03	0,86
ln_ta	0,17	-0,71
Št. opazovanj	175,00	
Št. podjetij	35,00	
R2	0,087	
F	0,1448***	
Hausmanov test	0,6969***	

Statistično značilna razlika:

\*\*\* P  $|z| < 0,01$ ; \*\* P  $|z| < 0,05$ ; \* P  $|z| < 0,10$ .

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, TAT pomeni bilančna vsota prometa prof\_mrg pomeni profitna marža, ln\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.

Če povzamem rezultate splošne panelne analize: kot značilne spremenljivke, ki vplivajo na nagnjenost k tveganju in uspešnost poslovanja, so se skozi različne modele panelnih analiz pokazale izobrazba managerja in izobrazba uprave, starost managerja ter spol managerja. Ostale demografske značilnosti managerjev (leta kot manager, delež lastništva delnic v podjetju idr.) pa ne vplivajo na uspešnost in nagnjenost k tveganju. Prav tako nima nobenega

vpliva na uspešnost poslovanja delež lastništva delnic podjetja Sod, medtem ko ima vpliv na poslovanje podjetja delež lastništva delnic podjetja Kad; vpliv na nižjo zadolženost podjetja.

### **3.5 Panelna analiza s podatki popravljenimi za vpliv ekstremnih vrednosti**

S naslednjo panelno analizo sem poskušala omiliti vpliv ekstremnih vrednosti. S tem postopkom dobimo bolj robustne rezultate. Tipičen način delovanja te analize je naslednji: za 90% analiziranih podatkov, sistem odpiše 5 % vrednosti, ki ustrezajo petemu centilu na dnu meje vseh vrednosti, in 5 % vrednosti, ki ustrezajo petindevetdesetemu centilu na zgornji meji vseh vrednosti v vzorcu. Upoštevati je potrebno, da panelna analiza s podatki popravljenimi za vpliv ekstremnih vrednosti, ni enaka tehniki obrezovanja podatkov (Dixon, 1960; Tukey, 1962).

Tako kot pri osnovni panelni analizi, sem tudi za podatke popravljene za vpliv ekstremnih vrednosti, naredila štiri modele vplivanja demografskih značilnosti managerjev na tveganost in uspešnost poslovanja. Cilj te panelne analize podatkov je še vedno enak kot pri osnovnem modelu panelne regresije – ugotoviti, ali lahko s temeljnimi demografskimi lastnostmi managerjev pojasnimo tveganost in uspešnost poslovanja.

Odvise spreminljivke (zadolženost, profitabilnost, dobičkonosnost sredstev, dobičkonosnost kapitala in stopnja rasti čistih prihodkov od prodaje) so zopet razvrščeni v posamezne modele.

#### **3.5.1 Metoda stalnih učinkov, odvisna spreminljivka zadolženost podjetja**

V Tabeli 8 so predstavljeni podatki popravljeni za vpliv ekstremnih vrednosti za odvisno spreminljivko zadolženost podjetja. Rezultati te analize so enaki rezultatom iz splošne panelne analize torej, zadolženost podjetja se povečuje z višjo izobrazbeno stopnjo managementa in uprave, ter znižuje z večjim deležem lastništva delnic podjetja Kad. Zadolženost podjetji, ki so bila vzeta v vzorec se tudi znižuje, če se poveča delež lastništva delnic vodilnega kadra. Ostale demografske značilnosti managerjev v obdobju 2005–2009, deleži lastništva delnic podjetja Sod se pri analiziranju zadolženosti podjetja niso izkazali kot pojasnjevalne spreminljivke.

March in Shapira (1987) ter Hoyt (2010) so v svojih študijah raziskovali razmerje med izobrazbo managerjev in tveganim vedenjem. Prišli so do sklepa, da so bolj zadolžena podjetja, vodena s strani visoko izobraženih managerjev. Torej, če se izobrazba managerja

poveča za eno stopnjo, se zadolženost podjetja poveča za 6,75 % in če se poveča izobrazba uprave za eno stopnjo, se nagnjenost k večji zadolžitvi povzpne za 12,52 %.

Kot sem že omenila, ima na zadolženost podjetja vpliv tudi delež lastništva delnic podjetja Kad. V primeru, da se delež lastništva podjetja Kad poveča za en odstotek, se zadolženost podjetja zmanjša za 0,33 %. Lahko bi rekli, da lastniška prisotnost Kad-a v obravnavanih podjetjih, znižuje managersko nagnjenost k pretiranemu zadolževanju. Managerji so bolj previdni pri svojih odločitvah oziroma izberejo manj tvegane projekte, če je v lastniško strukturo vključen tudi Kad.

Prav tako ima lastništvo delnic managerja in uprave negativen vpliv na zadolževanje; večje kot je lastništvo delnic vodilnega kadra v podjetju, manjša je nagnjenost k pretiranemu zadolževanju podjetja. Ostale demografske značilnosti managerjev (spol, starost, leta kot manager, lastništvo delnic Sod, d.d.) nimajo statistično značilnega vpliva na zadolženost obravnavanih podjetij.

Determinacijski koeficient ( $R^2$ ) kaže delež pojasnjevalne variance v skupni varianci za odvisno spremenljivko zadolženost podjetja. Determinacijski koeficient je enak 0,0349, kar pomeni, da je 3,49 % celotne variance je pojasnjene z variabilnostjo spremenljivke zadolženost podjetja. Podatki so predstavljeni v Tabeli 8.

*Tabela 8: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže ter celotnih sredstev na zadolženost slovenskih podjetij po metodi stalnih učinkov, podatki popravljene za vpliv ekstremnih vrednosti*

METODA STALNIH UČINKOV		
Odkvisna spr. (leverage)		
Pojasnjevalna spr.r	Koeficient	t
spol_ceo	1,21	0,32
ženske_v_upravi	-0,26	-0,08
starost_ceo	-0,22	-1,58
starost_uprave	0,68	0,74
izobrazba_ceo	6,75	4,35***
izobrazba_uprave	12,52	5,05***
leta_kot_ceo	0,31	1,37
Kad	-0,33	-2,56**
Sod	-0,03	-0,64
Del_v_lasti_upr	1,41	-1,88*
Del_ceo	1,56	1,72*
Wprof_mrg	-4,39	3,49*
Wn_ta	-0,88	-0,50
Št. opazovanj	175,00	
Št. podjetij	35,00	
R2	0,0349	
F	0,0000***	
Hausmanov test	0,0007**	

Statistično značilna razlika:

\*\*\* P |t| < 0,01; \*\* P |t| < 0,05; \* P |t| < 0,10.

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, Wprof\_mrg pomeni profitna marža, WLn\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.

### **3.5.2 Metoda stalnih učinkov, odkvisna spremenljivka dobičkonosnost kapitala**

Tudi za odkvisno spremenljivko dobičkonosnost kapitala sem popravila podatke glede na vpliv ekstremnih vrednosti. Prišla sem do ugotovitve, da na dobičkonosnost kapitala podjetja demografske značilnosti managerja nimajo nikakršnega vpliva, pač pa na to odkvisno spremenljivko vpliva delež lastništva Kapitalske družbe, d. d. Čeprav je bila Kad ustanovljena



z namenom, da ustvarja dodatna sredstva za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, pa ima kar precej premoženja naloženega v delnicah slovenskih javnih podjetij. V obdobju 2005–2009 je imela v povprečju 6,23% delež lastništva delnic v preučevanih podjetjih. Za primerjavo naj omenim, da je imela Slovenska odškodninska družba, d. d., v povprečju 6,07% delež lastništva delnic v slovenskih podjetjih. Razlika je zgolj 0,16-odstotnih točk, pa vendar se zdi, kot da SOD nima nikakršnega vpliva na samo poslovanje podjetja oz. na njegovo dobičkonosnost kapitala (podatki v Tabeli 9).

Na višjo dobičkonosnost kapitala pa ima vpliv tudi lastništvo delnic vodilnega kadra. Tako se dobičkonosnost kapitala poveča za 6,13 %, če se poveča delež lastništva delnic uprave in za 7,52 %, če se poveča delež lastništva delnic, ki jih ima manager. Skozi panelno analizo s podatki popravljenimi za vpliv ekstremnih vrednosti, lahko ugotovimo močno in pozitivno statistično korelacijo.

*Tabela 9: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže, bilančne vsote prometa ter celotnih sredstev na dobičkonosnost kapitala po metodi stalnih učinkov, podatki popravljeni za vpliv ekstremnih vrednosti*

METODA STALNIH UČINKOV		
Odkvisna spr. (ROE)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	t
spol_ceo	-95,03	-0,67
ženske_v_upravi	-29,35	-0,22
starost_ceo	-5,98	-1,14
starost_uprave	3,57	0,99
izobrazba_ceo	-14,91	-0,25
izobrazba_uprave	-151,08	-1,62
leta_kot_ceo	1,39	0,16
Kad	16,44	3,35***
Sod	2,58	1,51
Del_v_lasti_upr	6,13	2,15**
Del_ceo	7,52	2,04**
Wprof_mrg	184,04	3,79*
Wlerer	-80,00	-2,19*
Wln_ta	95,27	1,73*
Št. Opazovanj	175,00	
Št. Podjetij	35,00	
R2	0,2865	
F	0,0000***	
Hausmanov test	0,2838***	

Statistično značilna razlika:

\*\*\* P |t| < 0,01; \*\* P |t| < 0,05; \* P |t| < 0,10.

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, Wprof\_mrg pomeni profitna marža, WLever pomeni zadolženost, Wln\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.

### 3.5.3 Metoda naključnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost sredstev

*Tabela 10: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže, bilančne vsote prometa ter celotnih sredstev na dobičkonosnost sredstev po metodi naključnih učinkov, podatki popravljene za vpliv ekstremnih vrednosti*

METODA NAKLJUČNIH UČINKOV		
Odkvisna spr. (ROA)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	z
spol_ceo	0,71	2,74***
ženske_v_upravi	0,66	2,83***
starost_ceo	-0,01	-0,15
starost_uprave	0,02	0,39
izobrazba_ceo	0,27	2,48***
izobrazba_uprave	0,40	2,81**
leta_kot_ceo	-0,09	-1,12
Kad	0,02	-0,53
Sod	0,08	0,33
Del_v_lasti_upr	0,04	-0,17
Del_ceo	0,08	0,23
Wtat	-0,07	-1,43
Wprof_mrg	-0,02	-0,66
Wln_ta	-0,03	-0,36
Št. opazovanj	175,00	
Št. podjetji	35,00	
R2	0,0121	
F	0,1747***	
Hausmanov test	0,5871***	

Statistično značilna razlika:

\*\*\* P  $|z| < 0,01$ ; \*\* P  $|z| < 0,05$ ; \* P  $|z| < 0,10$ .

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo

izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, Wtat pomeni bilančna vsota prometa, Wprof\_mrg pomeni profitna marža, Wln\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.

Dobičkonosnost sredstev sem analizirala z metodo naključnih učinkov, ker je Hausmanov test pokazal, da je ničelna hipoteza zavrnjena ( $\text{Prob} > \chi^2 = 0,5871$ ). Skozi dobičkonosnost sredstev sicer lahko razložimo tveganost in uspešnost podjetja; višji kot je kazalec ROA, manjša je zadolženost podjetja in posledično je tveganost podjetja nižja (Jensen & Meckling, 1976). Te ugotovitve se sicer skladajo z neoklasično finančno teorijo, medtem ko vedenjska teorija uspešnost poslovanja podjetja poskuša razložiti tudi z demografskimi lastnostmi managerjev. V Tabeli 10 lahko vidimo, da na donosnost sredstev vplivata spremenljivki spol glavnega managerja in delež žensk v upravi ter izobrazba celotnega vodilnega kadra. Z-test je statistično pozitiven in nam narekuje, da med dobičkonosnostjo sredstev oziroma uspešnostjo poslovanja in deležem žensk v upravi ter izobrazbeno strukturo uprave obstaja močna korelacija. To pomeni, da če se izobrazba managerja spremeni za eno stopnjo, se dobičkonosnost sredstev poveča za 0,27 %.

### **3.6 Panelna analiza brez podjetja Krka, d. d.**

V nadaljevanju sem se odločila preveriti, kakšen je vpliv demografskih značilnosti managementa na uspešnost poslovanja, če iz analize izvzamem največje podjetje v obravnavanem vzorcu, Krka, d. d.

Krkina osnovna dejavnost je proizvodnja in prodaja zdravil na recept, izdelkov za samozdravljenje, kozmetičnih in veterinarskih izdelkov. Krka, d. d., se usmerja predvsem v razvoj lastnih, visoko kakovostnih generičnih zdravil z dodano vrednostjo, ki jih tržijo pod lastnimi blagovnimi znamkami. Podjetje Krka, d. d., se uvršča v sam vrh generičnih farmacevtskih podjetij v svetu, Krkine izdelke pa je možno kupiti v več kot sedemdesetih državah sveta. Njihovi primarni cilji poslovanja so trgi po Evropi (O Krki, 2011).

Podjetje Krka, d. d., ima med vsemi podjetji v vzorcu največjo tržno kapitalizacijo, ki je v letu 2009 znašala kar 2.268.689.000 €. Povprečna tržna kapitalizacija za vsa podjetja v vzorcu je leta 2009 znašala 1.530.000.000 €. Prav tako se lahko Krka pohvali s 20,4 % dobičkonosnostjo kapitala in 13,5 % dobičkonosnostjo sredstev v letu 2009. Istega leta je bila povprečna dobičkonosnost kapitala -328,2 % in povprečna dobičkonosnost sredstev -0,003 % za vsa podjetja v vzorcu.

Takšni nadpovprečni kazalci pa so tudi razlog, da sem Krka, d. d., izvzela iz analize. S tem sem želela preveriti, ali je Krka, d. d., tako močno podjetje, da s svojimi računovodskimi podatki vpliva na celotno panelno analizo. Ponovno sem zagnala panelno analizo, tokrat s štiriintridesetimi podjetji v vzorcu, kar nanese 170 opazovanj.

Zavoljo čim večje konsistentnosti sem za ugotavljanje vpliva demografskih sposobnosti managerjev na uspešnost poslovanja in nagnjenost k tveganju zopet naredila vse štiri modele, v katere so bili kot pojasnjevalne spremenljivke vključeni delež lastništva delnic Kad in delež lastništva delnic Sod, profitna marža ter naravni logaritem celotnih sredstev kot mera zadolženosti podjetja.

### **3.6.1 Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka zadolženost podjetja**

V Tabeli 11 so prikazani rezultati prvega modela. Preverjala sem vpliv demografskih značilnosti managerjev na zadolženost podjetja. Kot je razvidno iz tabele, so se kot pojasnjevalne spremenljivke pojavile izobrazba managerja, izobrazba uprave, leta kot manager, delnice podjetja v lasti managerja in delnice podjetja v lasti uprave. Vse našete spremenljivke, razen leta kot manager, so se že v prejšnjih empiričnih analizah pokazale kot statistično značilne. Kot vidimo v Tabeli 11, ima spremenljivka leta kot manager pozitiven in močan vpliv na zadolženost podjetja. Kar pomeni, da se bo zadolženost podjetja povečala za 0,43 %, če bo manager v podjetju še eno nadaljnje leto. To lahko razložimo s pomočjo pretirane samozavesti managerjev. Dalj časa kot je oseba na mestu glavnega managerja v podjetju, večja je njegova samozavest, kar pa posledično vpliva na večjo nagnjenost k tveganju.

Poleg že omenjenih statistično značilnih spremenljivk, pa lahko iz Tabele 11 vidimo, da na zadolženost podjetja vpliva delež lastništva delnic podjetja Kad. Korelacija je zopet močna in negativna. V primeru, da iz analize izločimo največje slovensko podjetje Krka d.d., lahko vidimo, da na zadolženost podjetja vpliva tudi delež lastništva delnic, ki ga ima v lasti tako manager, kot celotna uprava. Lahko rečemo, da večje kot je lastništvo vodilnega kadra v podjetju, nižja je zadolženost podjetja. Trditev pa je tudi skladna s tradicionalno managersko teorijo.

*Tabela 11: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže ter celotnih sredstev na zadolženost slovenskih podjetij po metodi stalnih učinkov, brez podjetja Krka, d. d.*

METODA STALNIH UČINKOV		
Odkvisna spr. (leverage)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	t
spol_ceo	1,28	0,33
ženske_v_upravi	2,13	-0,59
starost_ceo	-0,23	-1,59
starost_uprave	-0,06	0,65
izobrazba_ceo	5,96	3,62***
izobrazba_uprave	13,47	5,26***
leta_kot_ceo	0,43	1,73*
Kad	-0,34	-2,55**
Sod	-0,04	-0,87
Del_v_lasti_upr	1,83	2,34**
Del_ceo	2,03	2,13**
prof_mrg	-0,04	-0,11
ln_ta	-0,10	-0,07
Št. opazovanj	170,00	
Št. podjetij	34,00	
R2	0,0480	
F	0,0002***	
Hausmanov test	0,0306***	

Statistično značilna razlika:

\*\*\* P |t| < 0,01; \*\* P |t| < 0,05; \* P |t| < 0,10.

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, prof\_mrg pomeni profitna marža, ln\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.

### **3.6.2 Metoda stalnih učinkov, odkvisna spremenljivka dobičkonosnost kapitala**

Tudi pri analiziranju odkvisne spremenljivke dobičkonosnost kapitala so se kot statistično značilne pokazale iste pojasnjevalne spremenljivke kot pri splošni panelni analizi. Tudi v primeru izločenosti podjetja Krka, d. d., starost managerja, starost uprave, izobrazba managerja in izobrazba uprave vplivajo na dobičkonosnost sredstev (glej Tabelo 12). Poleg

demografskih značilnosti pa na dobičkonosnost kapitala vplivajo še delež lastništva delnic Kad in delež lastništva delnic Sod.

*Tabela 12: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže, bilančne vsote prometa ter celotnih sredstev na dobičkonosnost kapitala po metodi stalnih učinkov, brez podjetja Krka, d. d.*

METODA STALNIH UČINKOV		
Odkvisna spr. (ROE)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	t
spol_ceo	-57,07	-0,69
ženske_v_upravi	3,89	0,05
starost_ceo	-12,26	-3,84***
starost_uprave	-4,48	2,15**
izobrazba_ceo	268,61	7,37***
izobrazba_uprave	204,31	3,48***
leta_kot_ceo	4,14	0,78
Kad	5,06	1,72*
Sod	1,78	1,79*
Del_v_lasti_upr	27,22	1,61
Del_ceo	30,89	-1,51
TAT	5,82	0,92
prof_mrg	0,05	-0,59
lever	-32,37	-19,71**
ln_ta	55,03	1,91**
Št. opazovanj	170,00	
Št. podjetij	34,00	
R2	0,4746	
F	0,0000***	
Hausmanov test	0,0000***	

Statistično značilna razlika:

\*\*\* P |t| < 0,01; \*\* P |t| < 0,05; \* P |t| < 0,10.

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, TAT pomeni bilančna vsota prometa prof\_mrg pomeni profitna marža, lever pomeni zadolženost, ln\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.

Kot je razvidno iz Tabele 12, starost managerja in povprečna starost uprave negativno vpliva na dobičkonosnost sredstev, saj se z višjo starostjo glavnega managerja dobičkonosnost managerja zmanjšuje. Lastniki kapitala si želijo mlajšega managerja, ker jim to zagotavlja

višje donose na vloženi kapital. Povedano drugače, če se poveča starost managerja v podjetju za eno leto, se dobičkonosnost kapitala zmanjša za 12,26 %. In če se poveča povprečna starost uprave podjetja za eno leto, se dobičkonosnost kapitala zmanjša za 4,48 %.

Ravno obratno pa je s pojasnjevalnima spremenljivkama izobrazba managerja in izobrazba uprave. T-test je za obe spremenljivki značilen in kaže na pozitivno korelacijo. To pomeni, da višja izobrazbena struktura vodilnega kadra podjetja pomeni višje donose na investirana sredstva za lastnike kapitala. Podatki so predstavljeni v Tabeli 12.

Delež lastništva delnic podjetja Kad pozitivno vpliva na dobičkonosnost kapitala. Če se delež lastništva podjetja Kad poveča za en odstotek, se dobičkonosnost kapitala podjetja poveča za 5,06 %. Prav tako pa ima na višjo dobičkonosnost kapitala vpliv tudi delež lastništva delnic podjetja Sod. Iz podatkov v Tabeli 12, lahko vidimo, da se dobičkonosnost kapitala poveča za 1,78 %, če se delež lastništva podjetja Sod poveča za en odstotek.

### **3.6.3 Metoda naključnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost sredstev**

Dobičkonosnost sredstev sem analizirala z metodo naključnih učinkov, ker je Hausmanov test pokazal, da je ničelna hipoteza zavrnjena ( $\text{Prob} > \chi^2 = 0,6971$ ). V Tabeli 13 so predstavljene pojasnjevalne, demografske spremenljivke, delež lastništva delnic Kad in delež lastništva delnic Sod, profitna marža, bilančna vsota prometa ter naravni logaritem celotnih sredstev v odvisnosti glede na dobičkonosnost sredstev. Tudi v tem primeru lahko vidimo, da praktično ni razlik s splošno panelno analizo. Spol managerja in delež žensk v upravi se pojavita kot statistično značilni spremenljivki, ki vpliva na dobičkonosnost sredstev. Prav tako je tudi izobrazba vodilnega kadra statistično značilna spremenljivka, ki pozitivno vpliva na dobičkonosnost sredstev podjetja. Tako lahko iz podatkov v Tabeli 13 razberemo, da se dobičkonosnost sredstev poveča za 0,28 %, če se izobrazba managerja poveča za eno stopnjo. Isti učinek ima višja stopnja uprave podjetja na njegovo dobičkonosnost sredstev; torej višja izobrazba pomeni višjo dobičkonosnost sredstev.

*Tabela 13: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže, bilančne vsote prometa ter celotnih sredstev na dobičkonosnost sredstev po metodi naključnih učinkov, brez podjetja Krka, d. d.*

METODA NAKLJUČNIH UČINKOV		
Odvisna spr. (ROA)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	z
spol_ceo	0,72	2,80**
ženske_v_upravi	0,65	2,83**
starost_ceo	-0,01	-0,23
starost_uprave	0,03	0,43
izobrazba_ceo	0,28	2,57**
izobrazba_uprave	0,41	2,89**
leta_kot_ceo	0,09	-1,12
Kad	0,02	-0,48
Sod	0,01	0,37
Del_v_lasti_upr	0,04	-0,17
Del_ceo	0,08	0,23
TAT	0,01	-1,49
prof_mrg	0,03	0,85
Ln_ta	-0,02	-0,72
Št. opazovanj	170,00	
Št. podjetij	34,00	
R2	0,0845	
F	0,1581***	
Hausmanov test	0,6971***	

Statistično značilna razlika:

\*\*\*  $P |z| < 0,01$ ; \*\*  $P |z| < 0,05$ ; \*  $P |z| < 0,10$ .

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, TAT pomeni bilančna vsota prometa prof\_mrg pomeni profitna marža, ln\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.



### **3.7 Panelna analiza brez podjetij, ki so bila podvržena managerskim odkupom z zadolžitvijo**

Na tem mestu bom najprej razložila, kako neoklasična finančna teorija opredeli managerske odkupe z zadolžitvijo, v nadaljevanju pa še managerske odkupe z zadolžitvijo skozi teorijo vedenjskih financ.

Neoklasična teorija zagovarja stališče, da prevzemi pomenijo ustvarjanje nove vrednosti, managerji pa se jih lotevajo zato, da bi kar najbolj povečali premoženje delničarjev. Managerske teorije trdijo, da management ravna najprej v skladu z lastnimi interesi, šele nato v skladu z interesi lastnikov, zato je poskus prevzema le odraz težnje managementa po izgradnji imperija, po bogastvu, ugledu in varnosti (Franks & Harris, 1989). Managerski odkup z zadolžitvijo (angl. *management buyout*, v nadaljevanju *MBO*) predstavlja eno izmed možnosti za konsolidacijo in koncentracijo lastniške strukture s strani managementa (Žvipej, 2001). V nasprotju z neoklasično teorijo pa teorija vedenjskih financ razlaga managerske odkupe z zadolžitvijo kot iracionalno in nerazumno vedenje posameznikov oziroma managerjev. Glavne pristranskosti managerjev skozi teorijo vedenjskih financ so predstavljene v poglavju 1.1. Razlogov za managerski odkup z zadolžitvijo je torej lahko več.

Slovenski trg je zelo zanimiv za analizo preučevanja managerskih odkupov z zadolžitvijo, ker je relativno nov (samostojna Republika Slovenija obstaja zgolj dvajset let), zaradi menjave gospodarskega sistema precej specifičen po svoji naravi, pa vendar ga lahko primerjamo z zahodnimi kapitalističnimi gospodarstvi. Prav zaradi majhnosti trga se večina igralcev na slovenskem trgu tudi osebno pozna.

Največji očitak slovenskemu procesu privatizacije gre najmanj obravnavanemu, po svojem obsegu pa daleč največjemu valu managerskih prevzemov, med katerim so managerji (in lastniki) družb za upravljanje po hitrem postopku prevzemali pooblašene investicijske družbe oziroma iz njih preoblikovane holdinške družbe (Peklar, 2007). Na slovenskem trgu je čutiti tudi močno prisotnost politike, zato sem v svojo raziskavo vključila Kapitalsko družbo, d. d., in Slovensko odškodninsko družbo, d. d., ki imata deleže lastništva razpršene po večini slovenskih javnih podjetjih.

Kot glavne motive za managerske odkupe z zadolžitvijo lahko naštejemo naslednje dejavnike: pretiran optimizem, prevelika samozavest managerjev, pristranska razpoložljivost idr. Na tem mestu bi še posebej izpostavila pretirano samozavest kot pristranskost managerjev, ker se je v Sloveniji pokazala kot ključen dejavnik za prevzemno dejavnost. Pravzaprav gre za posameznikovo prepričanje v pravilnost lastne ocene, čeprav je realnost povsem drugačna. Goel and Thakor (2008) sta v svoji študiji ugotovila, da pretirano samozavestni managerji precenjujejo natančnost in točnost svojih informacij, zato se odločajo za zelo tvegane projekte,

ki posledično zmanjšujejo vrednost podjetja. Takšni managerji imajo nekakšno napačno meritev oziroma napačno oceno prihodnjih vrednosti. Pretirana samozavest pa je lahko tudi posledica miselnosti, da so boljši kot vsi njihovi konkurenti. Kot sta potrdila Malmendier in Tate (2005), pretirano samozavestni managerji menijo, da resnično odstopajo od povprečja in da imajo boljše zmožnosti napovedovanja vrednosti prihodnjih ocen.

Kot naslednjo lastnost pretiranega optimizma avtorji navajajo iluzijo kontrole. Gre za zmotno prepričanje managerjev, da imajo več moči, več kontrole v svojih rokah, kot je dejansko res. To pa povzroči netočno oceno tveganja (Langer & Roth, 1975; Schwenk, 2006). Z drugimi besedami, managerjeva napačna predstava nadzora in kontrole bo privedla do precenjenega prihodnjega uspeha. Iluzija kontrole povzroči, da managerji precenjujejo pozitivne informacije, ki jih dobijo iz podjetja in/ali iz poslovnega okolja, ter podcenjujejo vrednost negativnih informacij (Schweitzer & Cachon, 2000; Bradshaw, 2004).

Namen panelne analize brez podjetij, ki so bila tarča managerskih odkupov z zadolžitvijo, je ugotoviti, katere demografske lastnosti najbolj vplivajo na uspešnost in tveganost poslovanja podjetja. Iz analize sem izločila naslednja podjetja, ki so bila podvržena managerskim odkupom z zadolžitvijo: Pivovarna Laško, d. d., Merkur, d. d., IstaBenz, d. d. O trenutni situaciji posameznih managerjev in podjetij ne bom razpravljala, ker me v okviru magistrske naloge zanimajo zgolj demografske značilnosti managementa podjetij, ki niso bila podvržena managerskim odkupom z zadolžitvijo.

Iz spodnjih tabel je razvidno, da je bilo v tokratno analizo zajetih 32 podjetij v 5 zaporednih letih (od 2005 do 2009), kar nanese 160 opazovanj.

### **3.7.1 Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka zadolženost podjetja**

V prvem modelu panelne analize sem opazovala odvisno spremenljivko zadolženost podjetja (glej Tabelo 14). Ugotovila sem, da ko izločimo podjetja, ki so bila podvržena managerskim odkupom z zadolžitvijo, na zadolženost podjetja ne vpliva niti ena demografska značilnost managerjev. Kot statistično značilni sta se pokazali kontrolni spremenljivki profitna marža in naravni logaritem celotnih sredstev. To lahko razložimo, da imajo podjetja z večjim deležem celotnih sredstev večje možnosti pri pridobitvi posojila, torej se lažje zadolžijo. Takšna podjetja (z večjim deležem celotnih sredstev) svoja sredstva lažje prodajo in s tem težje zaidejo v finančno stisko. Profitna marža je definirana kot delež čistega dobička glede na čiste prihodke od prodaje. Trdimo lahko, da večja kot je profitna marža, lažje se bo podjetje zadolžilo na trgu in večja bo zadolženost podjetja, podjetje bo postalo bolj tvegano.

Determinacijski koeficient ( $R^2$ ) kaže delež pojasnjevalne variance v skupni varianci za odvisno spremenljivko zadolženost podjetja. Determinacijski koeficient je enak 0,2971, kar

pomeni, da je 29,71% celotne variance je pojasnjene z variabilnostjo spremenljivke dobičkonosnost kapitala podjetja.

*Tabela 14: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže ter celotnih sredstev na zadolženost slovenskih podjetij po metodi stalnih učinkov, brez podjetij, ki so bila podvržena managerskim odkupom z zadolžitvijo*

METODA STALNIH UČINKOV		
Odvisna spr. (leverage)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	t
spol_ceo	0,05	0,09
ženske_v_upravi	0,15	-0,31
starost_ceo	0,02	0,10
starost_uprave	0,01	0,07
izobrazba_ceo	0,04	-0,16
izobrazba_uprave	0,27	0,68
leta_kot_ceo	-0,01	-0,12
Kad	-0,01	-0,45
Sod	0,05	0,86
Del_v_lasti_upr	-0,05	-0,51
Del_ceo	-0,01	-0,09
prof_mrg	-0,01	4,95***
Ln_ta	1,35	6,74***
Št. opazovanj	160,00	
Št. podjetij	32,00	
R2	0,2971	
F	0,0000***	
Hausmanov test	0,0000***	

Statistično značilna razlika:

\*\*\* P |t| < 0,01; \*\* P |t| < 0,05; \* P |t| < 0,10.

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, prof\_mrg pomeni profitna marža, Ln\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.

### 3.7.2 Metoda stalnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost kapitala

*Tabela 15: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže, bilančne vsote prometa ter celotnih sredstev na dobičkonosnost kapitala po metodi stalnih učinkov, brez podjetij, ki so bila podvržena managerskim odkupom z zadolžitvijo*

METODA STALNIH UČINKOV		
Odkupna spr. (ROE)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	t
spol_ceo	-7,44	-13,75**
ženske_v_upravi	-1,05	-2,05**
starost_ceo	-0,11	-5,1**
starost_uprave	-0,35	-2,58**
izobrazba_ceo	0,45	-1,64
izobrazba_uprave	0,64	-1,61
leta_kot_ceo	0,01	0,50
Kad	-0,07	-0,27
Sod	0,06	0,95
Del_v_lasti_upr	0,21	1,90*
Del_ceo	0,24	-1,82*
TAT	0,03	0,71*
prof_mrg	0,01	-0,14
lever	-0,03	0,37
ln_ta	0,08	-0,37
Št. opazovanj	160,00	
Št. podjetij	32,00	
R2	0,0004	
F	0,0000**	
Hausmanov test	0,0000**	

Statistično značilna razlika:

\*\*\* P |t| < 0,01; \*\* P |t| < 0,05; \* P |t| < 0,10.

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, TAT pomeni bilančna vsota prometa prof\_mrg pomeni profitna marža, Lever pomeni zadolženost, ln\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.

V zgornjem modelu sem analizirala, kako demografske značilnosti managerjev vplivajo na dobičkonosnost kapitala (glej Tabelo 15). Spol managerja in deleže žensk v upravi ter starost

managerja in starost uprave ter delež delnic, ki so v lasti vodilnega kadra, so se pojavile kot statistično značilne spremenljivke. Kot je razvidno iz Tabele 15, je bilo v analizo zajetih 32 podjetij v 5 zaporednih letih, kar nanese 160 opazovanj. Hausmanov model je za nadaljnjo analizo predlagal metodo stalnih učinkov ( $\text{Prob} > F = 0,000$ ), ki je starost managerjev in dobičkonosnost kapitala označila z močno negativno korelacijo. Spol vodilnega kadra se je izkazal kot pojasnjevalna spremenljivka, ki je statistično značilna in negativno povezana z dobičkonosnostjo sredstev. Prav tako je t-test negativen za pojasnjevalno spremenljivko starost managerjev in starost uprave, ki pa je sicer statistično značilna. To lahko tolmačimo, da starejši kot je manager, nižji je kazalec donosnosti kapitala.

### **3.7.3 Metoda naključnih učinkov, odvisna spremenljivka dobičkonosnost sredstev**

V naslednjem koraku sem preverjala vpliv demografskih značilnosti managerjev na dobičkonosnost sredstev podjetja (glej Tabelo 16). Na podlagi Hausmanovega testa ( $\text{Prob} > F = 0,5847$ ) sem izvedla panelno analizo po metodi z naključnimi učinki. Med vsemi demografskimi lastnostmi managerjev, deleži lastništva delnic Kad d.d. in deleži lastništva delnic Sod d.d., profitno maržo, bilančno vsoto prometa ter celotnih sredstev, ki naj bi vplivali na dobičkonosnost sredstev, brez podjetij, ki so bila podvržena managerskim odkupom z zadolžitvijo, se je izobrazba uprave izkazale kot statistično značilna spremenljivka, ki je v močni korelaciji z dobičkonosnostjo sredstev podjetja. Torej bolj je izobrazena uprava, večje so možnosti višjega kazalca dobičkonosnosti sredstev. Prav tako, lahko iz Tabele 16 sklepamo, da na rast dobičkonosnosti sredstev pozitivno vpliva tudi spol managerja in delež žensk v upravi.

*Tabela 16: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže, bilančne vsote prometa ter celotnih sredstev na dobičkonosnost sredstev po metodi naključnih učinkov, brez podjetij, ki so bila podvržena managerskim odkupom z zadolžitvijo*

METODA NAKLJUČNIH UČINKOV		
Odkupna spr. (ROA)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	z
spol_ceo	1,09	2,54***
ženske_v_upravi	1,46	2,53**
starost_ceo	0,19	-0,31
starost_uprave	0,08	0,54
izobrazba_ceo	0,49	2,59***
izobrazba_uprave	0,89	3,00***
leta_kot_ceo	0,02	-1,08
Kad	0,02	-0,63
Sod	0,01	0,48
Del_v_lasti_upr	0,03	-0,24
Del_ceo	0,04	0,27
TAT	0,12	-1,37
prof_mrg	0,01	0,89
ln_ta	0,11	-0,43
Št. opazovanj	160,00	
Št. podjetij	32,00	
R2	0,0948	
F	0,1608**	
Hausmanov test	0,5847**	

Statistično značilna razlika:

\*\*\*  $P |z| < 0,01$ ; \*\*  $P |z| < 0,05$ ; \*  $P |z| < 0,10$ .

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, TAT pomeni bilančna vsota prometa prof\_mrg pomeni profitna marža, ln\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.

### **3.7.4 Metoda stalnih učinkov in metoda naključnih učinkov, odvisna spremenljivka stopnja rasti prihodkov od prodaje**

Prvič tekom raziskave se je pokazala možnost analiziranja vpliva demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad d.d. in deleža lastništva delnic Sod d.d., profitne marže ter celotnih sredstev glede na stopnjo rasti prihodkov od prodaje. Stopnjo rasti prihodkov od prodaje sem uporabila kot merilo za rast podjetja. Podjetja, ki imajo višje stopnje rasti prihodkov od prodaje v zadnjem letu, se smatrajo kot rastoča podjetja. Takšna podjetja potrebujejo veliko notranjih in zunanjih virov za (nadaljnjo) rast (Titman &Wessels, 1988).

V Tabeli 17 in v Tabeli 18 sta izdelani obe metodi – metoda stalnih učinkov in metoda naključnih učinkov – za odvisno spremenljivko stopnja rasti prihodkov od prodaje. V obeh primerih se je izkazalo, da je starost managerjev tista pojasnjevalna spremenljivka, ki vpliva na stopnjo rasti prihodkov od prodaje. Starost managerjev je po obeh metodah statistično značilna spremenljivka, ki vpliva na stopnjo rasti podjetja. Iz obeh tabel je razvidno, da starost pozitivno vpliva na stopnjo rasti prihodkov od prodaje. Po metodi stalnih učinkov lahko razložimo vpliv starosti tako: če je manager starejši za eno leto, bo podjetje imelo 0,47% letno stopnjo rasti. In nekoliko nižjo stopnjo rasti 0,40%, če pogledamo podatke o starosti managerja po metodi naključnih učinkov. Poleg tega je starost managerjev v pozitivni korelaciji z opazovano odvisno spremenljivko, kar pomeni, da starejši managerji stremijo k večjim stopnjam rasti prihodkov od prodaje.

Poleg omenjene spremenljivke pa ima na rast podjetja vpliv tudi spremenljivka leta kot manager. Pri slednji spremenljivki sem upoštevala zgolj tista leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju. Nisem upoštevala managerske zaposlitve v kakšnem drugem podjetju v predhodnih obdobjih. Iz Tabele 17 in iz Tabele 18 vidimo pozitivno korelacijo z odvisno spremenljivko stopnja rasti prihodkov od prodaje; očitno daljše obdobje vodenja podjetja s strani istega managerja, prinese podjetju večjo dolgoročno rast.

*Tabela 17: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, profitne marže ter celotnih sredstev na stopnjo rasti prihodkov od prodaje po metodi stalnih učinkov, brez podjetij, ki so bila podvržena managerskim odkupom z zadolžitvijo*

METODA STALNIH UČINKOV		
Odkupna spr. (G)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	t
spol_ceo	5,75	1,76*
ženske_v_upravi	0,46	-0,21
starost_ceo	0,47	-3,90**
starost_uprave	0,38	-0,67*
izobrazba_ceo	1,87	1,56
izobrazba_uprave	0,72	0,43
Leta_kot_ceo	0,45	2,65**
Kad	0,02	0,18
Sod	0,01	-0,67
Del_v_lasti_upr	-0,52	-1,08
Del_ceo	0,02	0,04
Prof_mrg	0,01	1,12
ln_ta	1,25	1,28
Št. opazovanj	160,00	
Št. podjetij	32,00	
R2	0,0194	
F	0,0707**	
Hausmanov test	0,1395**	

Statistično značilna razlika:

\*\*\* P |t| < 0,01; \*\* P |t| < 0,05; \* P |t| < 0,10.

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, TAT pomeni bilančna vsota prometa prof\_mrg pomeni profitna marža, ln\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.

V spodnji Tabeli 18 je predstavljen vpliv demografskih lastnosti managerjev, delež lastništva delnic Kad in delež lastništva delnic Sod, celotnih sredstev ter dobičkonosnosti sredstev na stopnjo rasti prihodkov od prodaje po metodi stalnih učinkov, brez podjetij, ki so bila podvržena managerskim odkupom z zadolžitvijo, po metodi naključnih učinkov. Kot statistično značilne spremenljivke so se pokazale starost managerja in leta kot manager podjetja.



*Tabela 18: Vpliv demografskih lastnosti managerjev, deleža lastništva delnic Kad in deleža lastništva delnic Sod, celotnih sredstev ter dobičkonosnosti sredstev na stopnjo rasti prihodkov od prodaje po metodi stalnih učinkov, brez podjetij, ki so bila podvržena managerskim odkupom z zadolžitvijo*

METODA NAKLJUČNIH UČINKOV		
Odvisna spr. (G)		
Pojasnjevalna spr.	Koeficient	z
spol_ceo	5,10	1,54*
ženske_v_upravi	-0,28	-0,13*
starost_ceo	-0,40	-3,65**
starost_uprave	-0,04	-0,74**
izobrazba_ceo	1,78	1,46
izobrazba_uprave	0,75	0,42
leta_kot_ceo	-0,41	-2,47**
KAD	0,12	0,08
SOD	-0,15	-0,55
Del_v_lasti_upr	0,42	-0,87
Del_ceo	0,07	0,11
ln_TA	0,95	0,98
Roa	0,07	0,18
Št. Opazovanj	160,00	
Št. Podjetij	32,00	
R2	0,0214	
F	0,1258**	
Hausmanov test	0,3060*	

Statistično značilna razlika:

\*\*\* P  $|z| < 0,01$ ; \*\* P  $|z| < 0,05$ ; \* P  $|z| < 0,10$ .

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja, TAT pomeni bilančna vsota prometa prof\_mrg pomeni profitna marža, Roa pomeni dobičkonosnost sredstev, ln\_ta pomeni naravni algoritem celotnih sredstev.

### **3.8 Skupen pregled rezultatov**

V tem podpoglavju bom naredila skupen pregled vseh rezultatov, ki sem jih dobila skozi empirične analize. Kot sem že omenila, sem vse kvantitativne raziskave naredila s pomočjo ekonometričnega programa Stata, ki omogoča izvedbo panelne analize. Za tehniko panelne analize sem se odločila zaradi narave zbranih podatkov. Panelna analiza omogoča analiziranje podatkov za več zaporednih let in za več pojasnjevalnih spremenljivk. Ker sem želela doseči čim boljšo preglednost in veljavnost rezultatov, sem naredila več panelnih analiz. Najprej sem naredila splošno panelno analizo in v naslednjem koraku s posebno tehniko analiziranja podatkov, izločila ekstremne vrednosti v vzorcu. Raziskavo vplivanja demografskih dejavnikov managerjev na nagnjenost k tveganju in uspešnost poslovanja, sem nadgradila s panelno analizo, v katero ni bilo vključeno največje slovensko podjetje, Krka d.d. in kasneje še s panelno analizo brez podjetij, ki so bila podvržena managerskim odkupom z zadolževanjem. Za večjo preglednost sem demografske značilnosti managerjev predstavila v sklopih glede na zadolženost podjetja, glede na dobičkonosnost kapitala, glede na dobičkonosnost sredstev ter glede na dolgoročno rast podjetja.

Pri večini analiz so se demografske značilnosti managerjev pokazale kot statistično značilne. Kot največkrat statistično značilna demografska karakteristika, ki ima vpliv na nagnjenost k tveganju, se je izkazala izobrazba uprave in izobrazba glavnega managerja v podjetju. Skozi vse različice panelne analize se je izobrazbena struktura vodilnega kadra v podjetjih pokazala kot statistično značilna pojasnjevalna spremenljivka glede na nagnjenost k tveganju. Korelacija med izobrazbeno strukturo vodilnega kadra, torej glavnega managerja in upravo podjetja, je glede na nagnjenost k tveganju poslovanja pozitivna in močna. To pomeni, da višja kot je dokončana stopnja izobraževanja managerjev in uprave, večja je zadolženost podjetja. To lahko razložimo tudi s pomočjo teorije vedenjskih financ, ki pravijo, da so bolj izobraženi managerji, bolj samozavestni od svojih kolegov z nižjo stopnjo dokončane izobrazbe. Takšni managerji so tudi pogosto pretirano optimistični pri napovedovanju prihodnjih ocen vrednosti. Prav tako se je kot statistično značilna spremenljivka, ki ima vpliv na nagnjenost k tveganju, pokazala spol managerja. Moški managerji naj bi bil v svojem vedenju veliko bolj nagnjeni k tveganju. Do iste ugotovitve so prišli že tuji avtorji, ki so ugotovili, da je nagnjenost k tveganju pri ženskah manjša kot pri moških. Na zadolženost podjetji, ki so bila vzeta v vzorec, pa vpliva tudi delež lastništva delnic podjetja Kad. Le-ta ima negativen in močan vpliv na nagnjenost k zadolževanju podjetja. Iz panelnih analiz je tudi razvidno, da sta pojasnjevalni spremenljivki delnice v lasti uprave in delnice v lasti glavnega managerja statistično značilni in kažeta negativen vpliv na zadolženost podjetja. To pomeni, da večje kot je lastništvo delnic vodilnega kadra v podjetju, nižja je zadolženost podjetja.

V nadaljevanju sem preverjala vpliv demografskih značilnosti managerjev na dobičkonosnost kapitala. Starost managerjev, kot ena izmed demografskih značilnost, ima pomemben vpliv na

uspešnost poslovanja podjetja. Rezultati so pokazali, da spremenljivki starost managerja in povprečna starost uprave sicer negativno vplivata na dobičkonosnost kapitala, saj se z višjo starostjo glavnega managerja, dobičkonosnost kapital zmanjšuje. Lastniki kapitala si tako želijo mlajšega managerja, ker jim to zagotavlja višje donose na vloženi kapital. Ravno obratno pa je s pojasnjevalnima spremenljivkama izobrazba managerja in izobrazba uprave. Panelne analize so pokazale, da je izobrazba statistično značilna spremenljivka in kaže na pozitivno korelacijo. To pomeni, da višja izobrazbena struktura vodilnega kadra podjetja, pomeni višje donose na investirana sredstva za lastnike kapitala. Na višjo dobičkonosnost kapitala pa vpliva tudi demografska značilnost spol. V primeru, da je v podjetju na mestu glavnega managerja oseba moškega spola, lahko pričakujemo višji kazalec dobičkonosnosti kapitala. Poleg omenjenih demografskih značilnosti managerjev pa imajo vpliv na dobičkonosnost kapitala še ostale preučevane spremenljivke. Delež lastništva delnic podjetja Kad pozitivno vpliva na višjo dobičkonosnost kapitala. Podatki tudi kažejo, da z višanjem deleža lastništva delnic, ki jih ima v lasti manager in uprava podjetja, narašča tudi dobičkonosnost kapitala.

Na dobičkonosnost sredstev pa imata, od vseh analiziranih demografskih značilnosti managerjev, največji vpliv spol managerja in izobrazba vodilnega kadra. Raziskava je pokazala, da beležijo podjetja, ki imajo na načelu glavnega managerja osebo moškega spola, višje kazalce dobičkonosnosti sredstev. Prav tako, naj bi bile uspešnejše uprave, ki jih sestavljajo pretežno moški zaposleni. Poleg spola pa je statistično značilna spremenljivka tudi izobrazba vodilnega kadra podjetja. Tako lahko podjetje, ki ima visoko izobražen vodilni kader, pričakuje višjo dobičkonosnost sredstev. Skozi dobičkonosnost sredstev sicer lahko razložimo tveganost in uspešnost podjetja; višji kot je kazalec dobičkonosnosti sredstev, manjša je zadolženost podjetja in posledično je tveganost podjetja nižja.

Demografske značilnosti managerjev pa imajo vpliv tudi na stopnjo rasti prihodkov. Stopnjo rasti prihodkov od prodaje sem uporabila kot merilo za rast podjetja. Podjetja, ki imajo višje stopnje rasti prihodkov od prodaje v zadnjem letu, se smatrajo kot rastoča podjetja. Takšna podjetja potrebujejo veliko notranjih in zunanjih virov za (nadaljnjo) rast. Starost managerjev je tista pojasnjevalna spremenljivka, ki vpliva na višjo stopnjo rasti prihodkov od prodaje; starejši managerji stremijo k večjim stopnjam rasti prihodkov od prodaje. Poleg omenjene spremenljivke pa ima na rast podjetja vpliv tudi spremenljivka leta kot manager. Pri slednji spremenljivki sem upoštevala zgolj tista leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju. Nisem upoštevala managerske zaposlitve v kakšnem drugem podjetju v predhodnih obdobjih. Iz panelnih analiz, ki sem jih naredila, je razvidna pozitivna korelacija z odvisno spremenljivko stopnja rasti prihodkov od prodaje; očitno daljše obdobje vodenja podjetja s strani istega managerja, prinese podjetju večjo dolgoročno rast.

Torej, če povzamem, so najbolj tveganju naklonjeni visoko izobraženi managerji moškega spola. Njihova naklonjenost tveganju se nekoliko zmanjša, če imajo delnice podjetja, v katerem so zaposleni in če je v podjetju kot delni lastnik delnic prisoten Kad. Naklonjenost

tveganju upade s starostjo managerjev. Po teoriji vedenjskih financ, so starejši managerji zrelejši in bolj previdni pri svojih finančnih odločitvah. Starejši managerji imajo tudi večji ugled v podjetjih kot mlajši kolegi in želijo dobljen ugled zadržati vse do konca svoje kariere, se tako ne odločajo za pretirano tvegane projekte, temveč raje ostajajo v povprečju. V Tabeli 19 je predstavljen skupni pregled rezultatov, ki so bili dobljeni skozi različne modele panelne analize. Puščica obrnjena navzgor pomeni, da je imela neodvisna spremenljivka pozitiven vpliv na odvisno spremenljivko in obraten je pomen puščice, ki je obrnjena navzdol.

*Tabela 19: Skupen pregled rezultatov, dobljenih skozi empirične analize*

<b>Neodvisna/ Odvisna spremenljivka</b>	<b>Zadolženost</b>	<b>Dobičkonosnost kapitala (ROE)</b>	<b>Dobičkonosnost sredstev (ROA)</b>	<b>Stopnja rasti prihodkov od prodaje (G)</b>
spol_ceo	↑***	↑**	↑***	↑*
ženske_v_upravi	↓***	↑**	↑***	↑*
starost_ceo	↓**	↓***		↑**
starost_uprave	↓**	↓***		↑**
izobrazba_ceo	↑***	↑***	↑***	
izobrazba_uprave	↑***	↑***	↑***	
leta_kot_ceo	↑*			↑**
KAD	↓**	↑***		
SOD		↑*		
Del_v_lasti_upr	↓**	↑**		
Del_ceo	↓**	↑**		

Statistično značilna razlika:

\*\*\*  $P |t| < 0,01$ ; \*\*  $P |t| < 0,05$ ; \*  $P |t| < 0,10$ ;

\*\*\*  $P |z| < 0,01$ ; \*\*  $P |z| < 0,05$ ; \*  $P |z| < 0,10$ .

Legenda uporabljenih okrajšav:

spol\_ceo pomeni spol managerja, ženske\_v\_upravi pomeni delež žensk, ki so članice uprave, starost\_ceo pomeni starost managerja, starost\_uprave pomeni povprečno starost uprave, izobrazba\_ceo pomeni dokončano stopnjo izobrazbe managerja, izobrazba\_uprave pomeni dokončano stopnjo izobrazbo uprave, leta\_kot\_ceo pomeni leta zaposlitve kot manager, ko je bila oseba manager v obravnavanem podjetju, Kad pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Kapitalska družba, d. d., v posameznem podjetju, Sod pomeni odstotek lastništva, ki ga ima Slovenska odškodninska družba, d. d., v posameznem podjetju, del\_v\_lasti\_upr pomeni število delnic v lasti uprave glede na število vseh izdanih delnic podjetja, del\_ceo pomeni število delnic v lasti managerja glede na število vseh izdanih delnic podjetja.

## 4 VREDNOTENJE IN OMEJITVE DELA

Vrednost magistrskega dela je v tem, da prikaže in definira tiste demografske spremenljivke managerjev, ki vplivajo na uspešnost poslovanja in na nagnjenost k tveganju v Sloveniji. Dobljeni rezultati panelnih analiz so skladni z rezultati tujih avtorjev, ki so raziskovali vedenjske pristranskosti managerjev in uprav podjetij drugod po svetu. Pri pregledu literature nisem našla nobenega slovenskega avtorja, ki bi analiziral vedenjske pristranskosti managerjev skozi njihove demografske značilnosti. V tem tudi vidim dodano vrednost svojega magistrskega dela.

Pri pisanju magistrskega dela sem se srečala z omejitvami vsebinskega tipa in tudi z metodološkimi omejitvami. Kot glavno omejitev z vsebinskega vidika bi izpostavila, da je večina literature, ki sem jo uporabila, relativno novejša. Razlog tiči v tem, da je teorija vedenjskih financ relativno nova smer razvoja alternativnih ekonomistov. Tako sem se skozi magistrsko nalogo navezovala na raziskave, ki so jih naredili najbolj pogosto citirani avtorji s tega področja.

V času, ko sem zbirala finančne podatke o podjetjih, nekatera podjetja še niso objavila svojih letnih poročil za leto 2010 ali pa jih niso poslala v podatkovne baze Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. Tako sem morala v vzorec vzeti samo letna poročila od leta 2005 do leta 2009.

Posej bi izpostavila problem endogenosti, ki lahko nastane kot posledica napake merjenja, avtokorelacije, kot napačna izbira vzorca... Dejansko nastane nekakšna zanka vzročnosti med neodvisnimi in odvisnimi spremenljivkami modela, ki vodi v endogenost. Endogene spremenljivke so torej tiste, za katere vemo (oziroma vsaj upravičeno sumimo), da so jih generirali mehanizmi interni ocenjevanemu modelu. Kot rešitev se ponujajo instrumentalne spremenljivke, ki so bodisi eksogene (ocenjevanemu modelu) ali pa predeterminirane (z vidika obdobja ocenjevanja modela). Dopuščam možnost, da se je problem endogenosti pojavil tudi pri mojem analiziranju odvisnih in neodvisnih spremenljivk.

Metodološko omejitev in hkrati kot priporočilo za nadaljnje raziskovanje, bi opredelila dodatno uporabo ostalih kvantitativnih raziskav, kot so na primer eksperimentalna študija, vprašalnik ali intervju. Tako bi z dodatnimi kvantitativnimi analizami ugotovili, ali ugotovljene demografske značilnosti managerjev vplivajo na nagnjenost k tveganju in uspešnost poslovanja podjetja. Za nadaljno raziskovanje bi predlagala razširitev časovnega okvira na daljše obdobje, saj bi s tem ugotovili, katere spremenljivke najbolj pojasnjujejo managersko nagnjenost k tveganju in njihovo uspešnost. Z razširjenim časovnim okvirom bi delno omilili vpliv svetovne gospodarske krize, ki je bila ravno v času preučevanja managerskih lastnosti v največjem razmahu.

Za nadaljnje raziskovanje predlagam vključitev več finančnih kazalcev, ki niso bili vključeni v empirično raziskavo v magistrskem delu. Kot sem že omenila, predlagam tudi kvantitativno raziskavo s pomočjo eksperimentalne študije kot dodatno preverbo ugotovljenih demografskih značilnosti managerjev. Eksperimentiranje bi se lahko izvedlo z različnimi scenariji.

Prav tako bi predlagala razširitev svojih ugotovitev iz magistrske naloge, o vplivu demografskih značilnosti managerjev na uspešnost poslovanja in nagnjenost k tveganju, na večjem vzorcu podjetij. Tako bi bila v vzorec vključena tudi največja evropska podjetja in njihovi managerji.

## **SKLEP**

Temeljni cilj magistrskega dela je bil z vsebinsko-teoretičnim metodološkim pristopom definirati glavne demografske značilnosti managerjev in njihov vpliv na nagnjenost k tveganju in uspešnost poslovanja. Da bi dosegla temeljni cilj magistrskega dela, sem izvedla empirično analizo. Za izvedbo empirične analize, sem uporabila ekonometrični paket Stata, ki omogoča panelno analizo. Tako v raziskovalnem delu ugotavljam, katere demografske značilnosti managerjev v Sloveniji vplivajo na večjo nagnjenost k tveganju in večjo uspešnost poslovanja podjetja. Kot največkrat statistično značilna demografska karakteristika, ki ima vpliv na nagnjenost k tveganju in uspešnost poslovanja podjetja, se je izkazala izobrazba uprave in izobrazba glavnega managerja v podjetju. Tudi pojasnjevalna spremenljivka spol managerja se je pojavila kot statistično značilna v večih modelih panelne analize. Skozi dobljene podatke, sem prišla do ugotovitve, da so moški managerji bolj nagnjeni k tveganju kot njihove ženske kolegice.

Pomemben prispevek magistrskega dela je v tem, da prikaže in definira tiste demografske spremenljivke managerjev, ki vplivajo na uspešnost poslovanja in na nagnjenost k tveganju v Sloveniji. Tradicionalne managerske teorije sicer trdijo, da management ravna najprej v skladu z lastnimi interesi, šele nato v skladu z interesi lastnikov podjetja. V magistrski nalogi pa sem poskušala pokazati, da na poslovanje managerja vplivajo tudi njegove demografske značilnosti.

Dobljeni rezultati panelnih analiz so skladni z rezultati tujih avtorjev, ki so raziskovali vedenjske pristranskosti managerjev in uprav podjetij drugod po svetu. Spoznanja vedenjskih financ glede managerskih značilnosti in njihovega vpliva na tveganost ter uspešnost podjetja, prikazujejo velike razlike v primerjavi z neoklasično finančno teorijo. Vedenjske finance poudarjajo ravno to, kar neoklasična finančna teorija popolnoma zanemari; managerji so zgolj

ljudje, ki so podvrženim raznim pristranskostim. Pristranskosti pa so lahko hevristično vodene ali pa odvisne od okvirja managerja. Ravno povezovanje financ z drugimi vedami, kot sta psihologija in sociologija, je omogočilo velik razmah vedenjskih financ v svetu. Magistrsko delo predstavlja tudi okvir za nadaljnjo raziskovanje na tem področju, ki je v Sloveniji še precej neraziskano.

## LITERATURA IN VIRI

1. Ajpes – Računske in logične kontrole za leto 2010. Najdeno 7. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.ajpes.si/Drugo/Aplikacije/Letna\\_porocila/2010/GD](http://www.ajpes.si/Drugo/Aplikacije/Letna_porocila/2010/GD).
2. Allison P.D. (1994): Using Panel Data to Estimate the Effects of Events. *Sociological Methods Research*, 23(2), 174-199.
3. Bagnoli M., Beneish M. D., & Watts S. G. (1999). Whisper forecasts of quarterly earnings per share, *Journal of Accounting and Economics*, 28(1), 27-50.
4. Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data*. England: John Wiley & Sons Ltd.
5. Bastič, M. (2006). *Metode raziskovanja*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta Maribor.
6. Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
7. Barberis N., Schleifer A., & Vishny R. (1998): A Model of Investor Sentiment, *Journal of Financial Economics*, 49(2), 307-343.
8. Berk, A., Lončarski, I., Zajc, P., Kuhelj Krajnović, E., Deželan, S., & Groznik, P. (2002). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
9. Bhandari, G., & Deaves, R. (2006). The Demographics of Overconfidence. *The Journal of Behaviour Finance*, 7(1), 5-11.
10. Bhattacharjee S., Hunton J. E., & McEvan R. A. (2001): Towards an Understanding of the Risky Choice Behaviour of Professional Financial Analysts, *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(4), 182-190.
11. Bowen, C., Swim, J., & Jacobs, R. R. (2000). Evaluating Gender Biases on Actual Job Performance of Real People: A Meta-Analysis. *Social Psychology*, 30(10), 2149-2215.
12. Bown, C., & Brady C. (1993). *The Successful Manager*. London: Kogan Page Limited.
13. Bradshaw M. T. (2004): How do analysts use their earnings forecasts in generating stock recommendations?, *The Accounting Review*, 79(1), 25-50.



14. Chung S. L. (2009): Static hedging and pricing American options, *Journal of Banking & Finance*, 33(11), 2140-2149.
15. Copeland, T., & Weston, F. (2005). *Financial Theory and Corporation Policy*. (4.izdaja) Boston: Pearson Addison Wesley.
16. Collins, E. G. C., & Devanna, M. A. (1996). *Temelji MBA: Vrhunska dognanja najboljših ameriških univerzitetnih programov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
17. Connoly, T. (1980). Organisational effectiveness: A Multiple – Constituency Approach. *Academy of Management Review*, 5(2), 211-217.
18. Dajčman S., & Romih D. (2006): Sodobnost Keynesove misli o finančnih trgih. *Naše gospodarstvo*, 52(5–6), 100–107.
19. Deaves, R., & Luders, E. (2009). An Experimental Test of the Impact of Overconfidence and Gender on Trading Activity. *Review of Finance*, 13(3), 555-575.
20. Demirakos E, Strong N., & Walker M. (2004): What valuation models do analysts use? *Accounting Horizons*, 18(4), 221-240.
21. Dixon, W. J. (1960). Simplified Estimation from Censored Normal Samples. *The Annals of Mathematical Statistics*, 31(2), 385–391.
22. Eagly, A. H., Makhijani, M.G. & Klonsky, B.G. (1992). Gender and the evaluation of leaders: A meta-analysis. *Psychological Bulletin*, 111(1), 3-22.
23. Franks R. J., & Harris R. S. (1989). Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The UK Experience 1955–1985. *Journal of Financial Economics*, 23(2): 225–249.
24. Gervais S., Heaton J. B., & Odean T. (2007): *Overconfidence, Investment Policy, and Manager Welfare*. Working paper.
25. Goel A. M., & Thakor A. V. (2008): Overconfidence, CEO selection, and corporate governance, *Journal of Finance*, 63(6), 2737-2784.
26. Gordon, R. A., & Arvey, R. D. (2004). Age Bias in Laboratory and Field Settings: A Meta-Analytic Investigation. *Journal of Applied Social Psychology*, 34(3), 468-492.
27. Gottesman, A., & Morey, R. M. (2006). Manager education and mutual fund performance. *Journal of Empirical Finance*, 13(2), 145-182.

28. Gujarati, D., N. (1995). *Basic Econometrics*. (3. izdaja) New Aster: McGraw-Hill, Inc.
29. Gutek, B. A., & Tsui, A. (1996). Reactions to Perceived Sex Discrimination. *Human Relations*, 49(6), 791-813.
30. Halaby, C.N. (2004). Panel Models in Sociological Research: Theory into Practice. *Annual Review of Sociology*, 30(1), 507-544.
31. Halford, W.B. (1993). *How to turn round a manufacturing company*. England: Ellis Horwood Limited.
32. Hambrick, D.C., & Mason, P.A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
33. Hoyt, C. L. (2010). Women, Men, and Leadership: Exploring the Gender Gap at the Top. *Social and Personality Psychology Compass*, 4(7), 484-498.
34. Hrovatin, N. (1994). *Ocenjevanje funkcije povpraševanja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
35. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, Agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
36. Kahneman D., & Tversky A. (1979): Prospect Theory; An analysis of decision under risk, *Econometrica*, 47(2), 263-291.
37. Kepner, C. H., & Tregoe, B. B. (1997). *The new rational manager: an updated edition for a new world*. Princeton. New York: Princeton Research Press.
38. Kets de Vries, M.F.R., & Florent-Treacy, E. (2000). *Veliki vodje*. Ljubljana. Gospodarski vestnik.
39. Krka, d.d. – O Krki. Najdeno 30.aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.krka.si/sl/o-krki>.
40. Langer, E. J., & Roth, J. (1975). Heads I win, tails it's chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task. *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(6), 951-955.
41. Lenney, E. (1977). Women's self-confidence in achievement settings. *Psychological Bulletin*, 84(1), 1-13.

42. Li, J., & Tang, Y. (2010). Ceo Hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion. *Academy of Management Journal*, 53(1), 45–68.
43. Malmendier, U., & Tate G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, Wiley Online Library. 60 (6), 2661-2700.
44. Malmendier, U., & Tate G. (2009). Superstar CEOs. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1593-1638
45. March, J. G., & Shapira, Z. (1987). Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking. *Management Science*, 33(11), 1404-1418.
46. Marsden A., Veeraraghavan M., & Ye M. (2008): Heuristics of Representatives, Anchoring and Adjustment and Leniency, *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 47(2), 83-102.
47. Miller, T.D., & Ross, M. (1975). Self-Serving Biases in the Attribution of Causality: Fact or Fiction?. *Psychological Bulletin*, 82(2), 213-225.
48. Ministrstvo za visoko šolstvo, znanost in tehnologijo – Ravni visokošolske izobrazbe. Najdeno 24. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.mvzt.gov.si/index.php?id=1178>.
49. Montier, J. (2005). Seven sins of fund management, A behavioural critique. Najdeno dne, 22. december 2010, na spletnem naslovu [http://www.trendfollowing.com/whitepaper/Seven\\_Sins\\_o-DrKW-100436-N.pdf](http://www.trendfollowing.com/whitepaper/Seven_Sins_o-DrKW-100436-N.pdf).
50. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
51. Needles, B. E., Powers, M., & Crosson, S. V. (2011). *Principles of Accounting*. South-Western, Cengage Learning.
52. Nielsen, S., & Huse, M. (2010). The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 136-148.
53. Niessen, A., & Ruenzi, S. (2007). *Sex Matters: Gender Differences in a Professional Setting*. CFR-Working Paper, 6 (1).
54. Olian, J.D., Schwab, D.P. & Haberfeld, Y. (1988). The impact of applicant gender compared to qualifications on hiring recommendations: A meta-analysis of experimental studies. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 41 (2), 180-195.

55. Peklar, L. F. (2007). *Sedem največjih napak pri managerskih odkupih*. Delovno gradivo, Socius.
56. Petersen, M. A. (2009). Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480.
57. Polanec, S. (2007). *Uvod v statistični paket Stata 10.0*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
58. Pompian, M. M., & Longo, J. M. (2004). A New Paradigm for Practical Application of Behavioral Finance: Creating Investment Programs Based on Personality Type and Gender to Produce Better Investment Outcomes. *The Journal of Wealth Management*, 7(2), 5-19.
59. Quazi, M.A. (2003). Identifying the determinants of corporate managers' perceived social obligations. *Management Decision*, 41(9), 822-831.
60. Rosen, B., & Jerdee, T. H. (1978). Perceived sex differences in managerially relevant characteristics. *Sex Roles*, 4(6), 837-843.
61. Schubert, R., Brown, M., Gysler, M., & Brachinger, H. W. (1999). Financial Decision-Making: Are Women Really More Risk-Averse?. *American Economic Review*, 89(2), 381-385.
62. Schweitzer, M, & Cachon, G. 2000. Decision bias in the newsvendor problem with a known demand distribution: experimental evidence. *Management Science*, 46(2), 404-420.
63. Schwenk, C. R. (2006). Cognitive simplification processes in strategic decision-making. *Strategic Management Journal*, 5(2), 111-128.
64. Shefrin, H., (2002): *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioural Finance and the Psychology of Investing*. New York: Oxford University Press US.
65. Stein, J. C., (2003): Agency, information and corporate investment, *Handbook of the Economics of Finance*, 1(1), 111-165.
66. Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-21.
67. Tukey, J.W. (1962). The Future of Data Analysis. *The Annals of Mathematical Statistics*, 33(1), 1-18.

68. Weintraub, R. E. (2007). Neoclassical Economics. *The Concise Encyclopedia Of Economics*. Retrieved September 26, 2010.
69. Zawisza, M., & Cinnirella, M. (2010). What Matters More—Breaking Tradition or Stereotype Content? Envious and Paternalistic Gender Stereotypes and Advertising Effectiveness. *Journal of Applied Social Psychology, 40*(7), 1767-1797.
70. Žvipelj, G. (2011). Racionalnost managerskih odkupov z vidika vedenjske ekonomije. *Revija Management, 6*(2), 191-204.



## **PRILOGE**





## **KAZALO PRILOG**

PRILOGA 1: SEZNAM SLOVENSkih PODJETIJ, KI SO BILA VKLJUČENA V EMPIRIČNO ANALIZO.....	2
PRILOGA 2: SLOVAR ANGLEŠKIH IZRAZOV .....	3

Priloga 1: Seznam slovenskih podjetij, ki so bila vključena v empirično analizo.

<b>Zap.št.</b>	<b>Podjetje</b>
1	Krka, d. d.
2	Mercator, d. d.
3	Petrol, d. d.
4	Gorenje, d. d.
5	Luka Koper, d. d.
6	Merkur, d. d.
7	InterEuropa, d. d.
8	Droga Kolinska, d. d.
9	Telekom Slovenije, d. d.
10	Pivovarna Laško, d. d.
11	Aerodrom Ljubljana, d. d.
12	Helios, d. d.
13	Žito, d. d.
14	Abanka Vipava, d. d.
15	Mlinotest, d. d.
16	M1, d. d.
17	SALUS, d. d.
18	Nama, d. d.
19	Etol, d. d.
20	Juteks, d. d.
21	Cinkarna Celje, d. d.
22	Iskra Avtoelektrika, d. d.
23	Terme Čatež, d. d.
24	Aktiva Naložbe, d. d.
25	Delo Prodaja, d. d.
26	Plama Pur, d. d.
27	IstraBenz, d. d.
28	Sava, d. d.
29	Kompas mts, d. d.
30	Slovenijales, d. d.
31	Melamin, d. d.
32	Cetis, d. d.
33	Goriške Opekarne, d. d.
34	Elmo, d. d.
35	Velana, d. d.

Priloga 2: Slovar angleških izrazov

<i>Angleško</i>	<i>Slovensko</i>
rule of thumb	pravilo palca
self-attribution bias	nagnjenost k pripisovanju samemu sebi
total assets turnover = sales/total assets	koeficient obračanja sredstev = čisti prihodki od prodaje/celotna sredstva
leverage = total assets/equit	zadolženost podjetja = celotna sredstva/kapital
profit margin = net income/sale	profitna marža = čisti dobiček/čisti prihodki od prodaje
risk lovers	ljubitelji tveganja
risk averse investors	tveganju nenaklonjeni investitorji
risk neutral investors	nevtralni investitorji
fixed effects model	model stalnih učinkov
random effects model	model naključnih učinkov
MBO – management buyout	managerski odkup z zadolžitvijo