

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA KAKOVOSTI DELA NADZORNIH SVETOV V KRIZNIH
IN NEKRIZNIH OBDOBJIH**

Ljubljana, november 2019

ANDREJA PUC

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Andreja Puc, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Analiza kakovosti dela nadzornih svetov v kriznih in nekriznih obdobjih, pripravljene ga v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Matejem Lahovnikom

IZJAVLJAM,

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

V Ljubljani, dne 29.11.2019

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE IN NADZORNI SVET V DELNIŠKI DRUŽBI.....	3
1.1 Korporativno upravljanje in problem agenta.....	3
1.2 Načela in kodeksi korporativnega upravljanja.....	4
1.3 Praktični vidiki korporativnega upravljanja v Sloveniji	5
2 NADZORNI SVET V SLOVENIJI	6
2.1 Enotirni in dvotirni sistem upravljanja	6
2.2 Položaj in vloga nadzornega sveta.....	8
2.3 Člani nadzornega sveta	10
2.4 Neodvisni položaj članov nadzornega sveta	11
2.5 Samoocenjevanje nadzornega sveta	12
2.6 Prenehanja članstva v nadzornem svetu	13
3 OBDOBJE KRIZE IN POLOŽAJ NADZORNEGA SVETA.....	14
4 KAKOVOST DELA NADZORNEGA SVETA.....	16
4.1 Velikost nadzornega sveta.....	16
4.2 Intenzivnost dela	17
4.3 Neodvisnost.....	18
4.4 Komisije	18
4.5 Samoocenjevanje.....	20
4.6 Kompetence	20
4.7 Izkušnje in izobrazba.....	22
4.8 Spolna raznolikost nadzornega sveta	23
5 ANALIZA KAKOVOSTI DELA NADZORNIH SVETOV JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB V SLOVENIJI.....	26
5.1 Namen raziskovalne naloge in raziskovalna vprašanja	26
5.2 Opredelitev vzorca in viri podatkov.....	27
5.3 Velikost vzorca	28
5.4 Razdelitev analiziranega obdobja	29
5.5 Merjenje spremenljivk	30
5.5.1 Neodvisne spremenljivke	30
5.5.1.1 <i>Kompetence</i>	30
5.5.1.2 <i>Neodvisnost</i>	31
5.5.1.3 <i>Spolna raznolikost</i>	32
5.5.1.4 <i>Samoocenjevanje</i>	32
5.5.2 Odvisna spremenljivka	32
5.6 Metode raziskovanja.....	33

5.7 Opisne statistike in primerjalna analiza kriznega in nekriznega obdobja....	34
5.7.1 Izobrazba nadzornih svetov.....	35
5.7.2 Izkušnje nadzornih svetov.....	36
5.7.3 Kompetence nadzornih svetov.....	37
5.7.4 Neodvisnost nadzornih svetov.....	39
5.7.5 Spolna raznolikost nadzornih svetov.....	40
5.7.6 Samoocenjevanje.....	43
5.7.7 Intenzivnost dela nadzornega sveta.....	44
5.7.8 Uspešnost družb.....	45
5.8 Regresijska analiza.....	48
5.8.1 Regresijska enačba.....	48
5.8.2 Rezultati regresijske analize.....	48
5.8.3 Omejitve analize.....	52
SKLEP.....	53
LITERATURA IN VIRI.....	54
PRILOGE.....	63

KAZALO TABEL

Tabela 1: Seznam družb, vključenih v vzorcu.....	28
Tabela 1: Seznam družb, vključenih v vzorcu (nad.).....	29
Tabela 2: Izbrani makroekonomski kazalniki v Sloveniji v obdobju 2005–2015 in opredelitev analiziranih obdobji.....	30
Tabela 3: Opisne statistike za spremenljivko izobrazba.....	35
Tabela 4: Opisne statistike za spremenljivko izkušnje.....	36
Tabela 5: Opisne statistike za spremenljivko kompetence.....	37
Tabela 6: Opisne statistike za spremenljivko neodvisnost.....	39
Tabela 7: Opisne statistike za spremenljivko spolna raznolikost v obdobju 2005–2015....	40
Tabela 8: Opisne statistike za spremenljivko samoocenjevanje v obdobju 2005–2015.....	43
Tabela 9: Opisne statistike za spremenljivko intenzivnost dela nadzornega sveta.....	45
Tabela 10: Opisne statistike za odvisni spremenljivki ROA in profitna marža.....	46
Tabela 11: Rezultati panelne regresije z metodo s stalnimi učinki uspešnost družb ROA.....	49
Tabela 12: Rezultati panelne regresije z metodo s slučajnimi učinki profitna marža.....	50
Tabela 12: Rezultati panelne regresije z metodo s slučajnimi učinki profitna marža (nad.).....	51
Tabela 13: Rezultati panelne regresije z metodo s slučajnimi učinki rast cene delnice.....	51

KAZALO SLIK

Slika 1: Raziskovalni model kakovosti dela nadzornega sveta	27
Slika 2: Izobrazba nadzornega sveta skozi opazovano obdobje 2005–2015	35
Slika 3: Izkušnje nadzornega sveta skozi opazovano obdobje 2005–2015	37
Slika 4: Kompetence nadzornega sveta skozi opazovano obdobje 2005-2015	38
Slika 5: Gibanje vrednosti spremenljivke neodvisnosti v obdobju 2005–2015	40
Slika 6: Vrednost spremenljivke spolna raznolikost v obdobju 2005-2015	41
Slika 7: Delež žensk v nadzornih svetih v EU 28 in Sloveniji v obdobju 2005-2015.....	42
Slika 8: Delež žensk v štirih največjih družbah iz vzorca	43
Slika 9: Gibanje aritmetične sredine spremenljivke samoocenjevanja v obdobju 2005–2015	44
Slika 10: Gibanje aritmetične sredine števila sej v obdobju 2005-2015	45
Slika 11: Porazdelitev spremenljivke ROA.....	47
Slika 12: Gibanje profitne marže v obdobju 2005-2015	47

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Post hoc test	1
Priloga 2: Seznam vrednostnih papirjev, ki so kotirali na Ljubljanski borzi na dan 31.12.2015.....	4
Priloga 3: Seznam uporabljenih letnih poročil za analizo	6

SEZNAM KRATIC

ang. – angleško

ACWI – All country world index

AJPES – Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve

BDP – bruto domači proizvod

EIGE – (ang. European institute for Gender Equality); Evropski inštitut za enakost spolov

EU – (ang. European Union); Evropska unija

IMD – (ang. International Institute for Management Development); Mednarodni inštitut za menedžment

MSCI – Morgan Stanley Capital International

NS – nadzorni svet

OECD – (ang. Organisation for Economic Co-operation and Development); Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj

OZ – Obligacijski zakonik

RE – Naključni efekti

ROA – (ang. Return on assets); Kazalnik donosnosti sredstev

ROE – (ang. Return on equity); Kazalnik donosnosti kapitala

SEONET – Sistem elektronskega obveščanja Ljubljanske borze

UMAR – Urad RS za makroekonomske analize in razvoj

UO ZNS – Upravni odbor Združenja nadzornikov Slovenije

UPB – uradno prečiščeno besedilo

ZFPPIPP – Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju

ZGD-1 – Zakon o gospodarskih družbah

ZSDU – Zakona o sodelovanju delavcev pri upravljanju

UVOD

Zadnja finančna kriza, ki je v Sloveniji trajala od leta 2009 do 2013, začela pa se je v Združenih državah Amerike septembra 2008 s propadom investicijske banke Lehman Brothers, je bila ena najhujših svetovnih finančnih kriz v zgodovini na sploh. Številni finančni škandali v družbah, kot so Parmalat, Enron, WorldCom in Ashold, so odmevali po celem svetu in so sprožili val vprašanj o odgovornosti in učinkovitosti delovanja uprav in nadzornih svetov. Finančna kriza je zamajala temeljna razmerja med organi vodenja in nadzora, lastniki ter širšo skupnostjo. Mnogim so se začeli porajati dvomi v sposobnost in pravilno ravnanje uprav in nadzornih svetov, predvsem pa so začele biti vedno glasnejše zahteve po odgovornosti za neučinkovito vodenje družb (Bratina, brez datuma, str. 1).

Nadzorni sveti so eni izmed ključnih akterjev pri korporativnem upravljanju, ki spremljajo in ocenjujejo upravo ter nudijo dragocene nasvete. Z izvajanjem svojih pristojnosti lahko odločajo o poslovanju, uspešnosti in smeri razvoja družb. Poleg tega nadzorni sveti predstavljajo odgovor na problem agenta, ki pravi, da je nadzor potreben, da prepreči oportunistično delovanje managerjev ter asimetrijo informacij med managerji in lastniki (Bezemer, Maassen, Van den Bosch & Volberda 2007; Peij, Bezemer & Maassen 2012).

Nezadosten nadzor nadzornih svetov v dvotirnih sistemih upravljanja, skupaj s slabim obvladovanjem tveganj in neustrezna struktura plač članov uprav, so se med krizo izkazali kot šibke točke korporativnega upravljanja finančnih institucij. Ker nadzorni mehanizmi niso ustrezno delovali, je prišlo do čezmerne izpostavljenosti tveganjem in usmerjenosti k doseganju zgolj kratkoročnih ciljev. Nenazadnje pa niti delničarji niso opravili svoje vloge lastnika. V »svojih« finančnih institucijah niso nadzorovali sprejemanja tveganj in s tem še dodatno pripomogli k že navedenemu čezmernemu izpostavljanju tveganjem (Evropska komisija, 2010, str. 2).

V času zadnje gospodarske krize so se tudi v Sloveniji začela postavljati vprašanja pomanjkljivega vodenja slovenskih podjetji in odgovornosti zanj. Tako je gospodarska kriza zaostрила odnose med vodilnimi organi posameznih družb in jih prisilila k bolj transparentnemu delovanju. Problematika upravljanja in s tem povezana vprašljivost kakovosti dela nadzornih svetov je v času finančne krize v Sloveniji postavila v ospredje nedelovanje nadzornih svetov, njihovo slabo sestavo in nekompetentnost članov (Nuždić, 2014, str. 1). V raziskavi International Institute for Management Development (v nadaljnjem vanju IMD) konkurenčnosti držav je bila namreč Slovenija v obdobju 2010–2013 uvrščena na zadnje mesto na lestvici konkurenčnosti pri nadzoru nad upravnimi odbori.

V magistrskem delu se bom ukvarjala s kakovostjo dela nadzornega sveta. Naloge le-tega lahko na grobo razdelimo na svetovanje upravi, potrjevanje odločitev uprave, nadzorovanje teh odločitev (ter njihove implementacije) in skrb za imenovanje članov uprave. Ravno nadzorna funkcija je glede na teorijo najpomembnejša, kar je v skladu s problemom agenta

(Kooijman, 2014). Da bi nadzorni svet opravljal svojo funkcijo, mora vse svoje naloge opravljati učinkovito in kakovostno. Na to, kako kakovostno nadzorni svet opravlja svojo nalogo, vpliva več dejavnikov, teorija pa si ni povsem enotna, kateri so le-ti. Tako jih Kooijman (2014) opredeli na neodvisnost, velikost, raznolikost in na t. i. potrebo spoznavanja. Hau in Thum (2009), ki sta svojo raziskavo omejila na bančni sektor, sta se kot na enega ključnih dejavnikov osredotočila predvsem na kompetence nadzornikov. Da bi določila kompetence posameznih nadzornikov, sta gledala njihovo izobrazbo, strokovne izkušnje na finančnem področju in izkušnje na vodstvenem področju. Ravno tako se je s kompetencami nadzornikov kot dejavnikom kakovostnega dela nadzornega sveta ukvarjal Kirkpatrick (2009). Ugotovil je, da so bile kompetence članov nadzornega sveta v največjih svetovnih finančnih institucijah vprašljive. Ključni problem je bil, da so bili člani nadzornih svetov pogosto na finančnem področju neizkušeni. Poleg tega je pri analiziranju življenjepisov nadzornikov v 29 največjih nemških bankah ugotovil, da so finančne in managerske kompetence članov nadzornih svetov slabše v bankah v državni lasti kot pa tistih v zasebni lasti. Različni avtorji so tako pri merjenju kakovosti dela nadzornega sveta uporabljali različne dejavnike in posledično prišli do različnih zaključkov.

Glede na zgoraj povedano so temeljna vprašanja, ki si jih bom v magistrskem delu zastavila, ali se je kakovost dela nadzornega sveta v času krize in po krizi spremenila v primerjavi s časom pred krizo? Kakšen vpliv ima kakovost dela nadzornega sveta na uspešnost družbe v kriznem in nekriznem obdobju? Kateri so tisti indikatorji kakovosti dela nadzornega sveta, ki so vplivali na uspešnost družbe v celotnem opazovanem obdobju ter med krizo? Odgovore na ta in še druga vprašanja bom poskušala poiskati v nadaljevanju tega magistrskega dela, in sicer skozi teoretični in empirični del.

Namen magistrskega dela je analizirati kakovost dela nadzornih svetov v kriznem in nekriznem obdobju. Poskušala bom ugotoviti, ali se kakovost dela v kriznem in nekriznem obdobju spreminja. Na ta način bom razširila analizo iz magistrskega dela »Povezanost kakovosti nadzora, plačil nadzornim svetom in uspešnosti slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2009–2012« Kristine Nuždić iz leta 2014. Avtorica magistrskega dela je s pomočjo znanstvene literature, slovenske zakonodaje in priporočil oblikovala indikatorje, ki določajo kakovost nadzora. Na podlagi ugotovitev je preverila, kakšen vpliv ima kakovost nadzora na uspešnost slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2009–2012 ter kaj vpliva na indikatorje kakovosti nadzora.

Nuždićeva (2014) je v svojem magistrskem delu preverjala hipotezo, da kakovost nadzora pozitivno vpliva na uspešnost družbe, in ugotovila, da navedene hipoteze v obdobju 2009–2012 ne more potrditi. Zato bom tudi v mojem magistrskem delu ponovno preverila omenjeno hipotezo v razširjenem časovnem obdobju 2005–2015 in poskušala ugotoviti, ali se rezultat z razširitvijo časovnega obdobja kaj spremeni.

V magistrskem delu bom krizno in nekrizno obdobje opredelila na podlagi makroekonomskih kazalcev. Zadnja finančna kriza je bila namreč splošna gospodarska kriza, ki je vplivala na vrsto makroekonomskih dejavnikov. Primarni cilj magistrskega dela je tako podati ključne ugotovitve analize kakovosti dela nadzornih svetov slovenskih družb v kriznem in nekriznem obdobju. Poskusila bom ugotoviti, ali se je kakovost dela nadzornih svetov v času krize (2009–2013) spremenila glede na čas pred krizo (2005–2008) in po krizi (2014–2015). Sekundarni cilj pa je s pomočjo panelne regresije preveriti povezanost med kakovostjo nadzora in uspešnostjo izbranih družb v obdobju 2005–2015. Poleg tega bom preverila še učinek posameznih indikatorjev kakovosti nadzora na uspešnost družbe v času krize.

1 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE IN NADZORNI SVET V DELNIŠKI DRUŽBI

Korporativno upravljanje družb v svojem bistvu pomeni urejanje odnosov med različnimi deli oziroma organi družb, kot so delničarji, nadzorni svet, uprava, dobavitelji in drugi. Gre za mehanizem vodenja in nadzora družbe, ki je temelj za transparentnost, odgovornost in poštenost v družbi (OECD, 2004). Namen korporativnega upravljanja je pomagati zgraditi okolje zaupanja, transparentnosti in odgovornosti, ki je potrebno za pospeševanje dolgoročnih naložb, finančne stabilnosti in celovitost poslovne integritete, s čimer se podpira močnejša rast in bolj vključujoča se družba (OECD, 2015).

1.1 Korporativno upravljanje in problem agenta

V skladu s teorijo zastopništva (ang. agency theory) lastniki določene družbe (principali) »najamejo« upravo (agente), da namesto njih vodijo družbo. Cilj lastnikov je čim večji dobiček družbe, medtem ko ni nujno, da so cilji uprave enaki. Slednja namreč v ospredje postavi svoje lastne interese, ki so lahko drugačni od interesov lastnikov. Temeljni interes slednjih je povečevanje svojega kapitala, medtem ko je temeljni interes uprave opravljanje svoje funkcije in zadovoljevanje svojih drugih interesov. Zaradi tega lahko pride do konflikta interesov, v teoriji poimenovan kot problem agenta. Ta se pojavlja predvsem v javnih delniških družbah, kjer je lastništvo razpršeno med večjim številom delničarjev, ki sami (tudi zaradi pomanjkanja znanja in izkušenj) ne morejo voditi družbe, zato najamejo agente. Do konflikta interesov med principalami in agenti naj bi prišlo predvsem zaradi tega, ker (i) ima uprava raje manj tvegane naložbe in nižji finančni vzvod, saj lahko na ta način zmanjša tveganje stečaja in izgubo upravljaljskih pravic, (ii) ima uprava raje kratkoročne investicije in (iii) se uprava izogiba problemov, ki izhajajo iz zmanjšanja zaposlenih, verjetnost katerih se z zamenjavo lastnikov poveča (Jerzemowska, 2006, str. 9 in 10). Del problema pri konfliktu interesov v skladu s teorijo predstavlja tudi različna stopnja informiranosti, saj ima

uprava dostop do več informacij kot lastniki (asimetričnost informacij). Le-to pa v razmerje med principalom in agentom vnaša nezaupanje (Bajuk, brez datuma, str. 4).

Glede na navedeno v prejšnjem odstavku je pomembno, da so interesi principala in agenta čim bolj poenoteni, kar pa je že zaradi same narave le-teh velikokrat nemogoče. Zato je v skladu s teorijo korporativnega upravljanja treba vzpostaviti mehanizme, ki minimizirajo negativne posledice različnih interesov. Teorija pri tem izpostavlja dve možnosti, in sicer motivacijo agenta in nadzor nad njegovim delovanjem (Bajuk, brez datuma, str. 4). Tako je treba agenta po eni strani s plačilom za njegovo delo in dodatnim nagrajevanjem motivirati, po drugi strani pa je treba njegovo delovanje nadzirati s pomočjo mehanizmov, ki jih imajo na voljo principalni – lastniki. Ravno pri tem se pokaže pomembnost nadzornih svetov in revizorjev, ki morajo biti pri svojem delu predvsem strokovni in neodvisni.

1.2 Načela in kodeksi korporativnega upravljanja

Zakonske določbe in določbe drugih predpisov so splošne narave in napisane tako, da urejajo veliko število dogodkov, ki se zgodijo tekom njihovega izvrševanja. Ker pa ne dajejo odgovorov na vse primere, do katerih lahko v praksi pride, so se začele pojavljati načela in kodeksi, ki izhajajo iz prakse in urejajo take primere, ki z zakoni sploh niso urejeni ali niso urejeni dovolj natančno. S tem harmonizirajo različno prakso pri korporativnem upravljanju.

Prva načela korporativnega upravljanja segajo v leto 1999, v katerih naj bi Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (ang. Organisation for Economic Co-operation and Development, v nadaljevanju OECD) z izdajo nadgradil zakonske in institucionalne predpise ter postavil okvir sistemu upravljanja predvsem v družbah, z vrednostnimi papirji katerih se trguje na organiziranem trgu. Ta načela naj bi postavila tudi temelj za harmonizacijo načel upravljanja na vseh trgih, kar bi pripomoglo k večji preglednosti globalnega trga.

V sklopu načel je obravnavano naslednje: vzpostavitev učinkovitega sistema upravljanja, zaščita pravic delničarjev, enakopravna obravnava delničarjev, vloga interesnih skupin v sistemu upravljanja podjetji, objavljanje podatkov in transparentnost, dolžnosti in odgovornosti uprave in nadzornega sveta. Načela so bila kasneje glede na nove razvojne dosežke in vidike ter izkušnje držav članic in nečlanic OECD revidirana in sprejeta leta 2004. V letu 2014 je OECD začel s ponovno revizijo načel, in sicer z revizijo načel iz leta 2004, pri čemer je bila končna verzija revidiranih poročil končana leta 2015.

Ljubljanska borza d.d., Združenje nadzornikov Slovenije in Združenje Manager so leta 2004 sporazumno oblikovali Kodeks upravljanja javnih delniških družb (v nadaljevanju Kodeks), ki je bil do danes spremenjen in dopolnjen štirikrat. Najprej leta 2005, nato leta 2007, 2009 in nazadnje v letu 2016, ko sta prenovljeni Kodeks sprejeli le Ljubljanska borza d.d. in

Združenje nadzornikov. Zadnja sprememba je bila posledica spremembe regulativnega okolja na področju upravljanja slovenskih družb, novih Principov korporativnega upravljanja OECD in druge mednarodne in slovenske priporočene prakse ter ugotovitev analiz uporabe in skladnosti s Kodeksom (Ljubljanska borza d.d. & Združenje nadzornikov Slovenije, 2016a).

Pomembne vsebinske spremembe Kodeksa so dopolnjena priporočila glede enakopravne obravnave delničarjev, dodan je bil nov institut – Politika raznolikosti, posodobitev priporočil o samoocenjevanju nadzornega sveta, sprememba definicije neodvisnosti in dopolnjena priporočila o načrtovanju nasledstva uprave.

Kot že navedeno, Kodeks vsebuje načela in priporočila dobre prakse za korporativno upravljanje javnih delniških družb v Sloveniji in predstavlja mednarodno uveljavljen avtonomni pravni vir korporativnega upravljanja. Kot tak je del systemskega preučevanja na ravni članic Evropske Unije (v nadaljevanju EU) in Evropske komisije. Vsebuje skupno 151 priporočil oziroma načel dobre prakse, od tega 30 vodilnih načel, preostala pa so izvedbena. Družbe se za uporabo Kodeksa odločajo prostovoljno. Sočasno s spremembo Kodeksa je prišlo tudi do sprememb Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1), Ur.l. RS št. 65/09-UPB 3, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13, 55/15, 15/17 in 22/19 – ZPosS, ki je uzakonil številna neobvezujoča priporočila iz prve in druge različice Kodeksa, ki so na ta način postala del obvezujočih pravnih pravil. Tako je kot del le-teh postala obvezna ustanovitev revizijske komisije v nadzornem svetu družbe, z vrednostnimi papirji katere se organizirano trguje na trgu, in razkritje individualnih prejemkov članov uprave in članov nadzornega sveta.

Na tem mestu je treba omeniti še Priporočilo Evropske komisije o kakovosti poročanja o upravljanju podjetja iz leta 2014, Ur.l. EU št. 109/43. Le-ta države članice EU usmerja k spremljanju in nadzoru nad skladnostjo s kodeksi. V njem je Evropska komisija opredelila, kakšna je zaželena kakovost pojasnil pri razkritju odstopanj. Tako mora družba v skladu s priporočilom jasno navesti, od katerih posebnih priporočil je odstopala, in obrazložiti način odstopanja, razloge za odstopanje, opisati, kako je bila ta odločitev sprejeta v družbi, pojasniti, kdaj namerava družba spoštovati priporočilo, in navesti morebitne nadomestne ukrepe (Ljubljanska borza d.d. & Združenje nadzornikov Slovenije, 2016c, str. 5).

1.3 Praktični vidiki korporativnega upravljanja v Sloveniji

Po študiji, ki jo je izvedel IMD, se je Slovenija uvrstila na zadnje mesto na lestvici konkurenčnosti pri nadzoru nad upravnimi odbori. Rezultati so spodbudili študijo »Učinkovito sodelovanje med nadzornimi sveti in upravami v slovenskih družbah«, ki je potekala v letu 2010 med 110 izbranimi slovenskimi družbami iz različnih industrijskih sektorjev ter njihovimi predsedniki uprav in nadzornih svetov. Rezultati študije so pokazali,

da obstajajo razhajanja med predsedniki uprav in predsedniki nadzornih svetov prav na vseh področjih ocenjevanja korporativnega upravljanja, za najbolj kritična področja pa so se izkazala zagotavljanje dodane vrednosti, profesionalnost, neodvisnost in nagrajevanje (Združenje nadzornikov Slovenije, 2010).

Združenje nadzornikov Slovenije od leta 2010 spremlja družbe glede uporabe in skladnosti ravnanja s Kodeksom. Zadnja analiza je bila narejena za leto 2015, v njej pa so analizirali 50 javnih delniških družb, ki so bile v letu 2015 uvrščene na trg vrednostnih papirjev. Vzorec se je v primerjavi s predhodno analizo zmanjšal za deset družb, saj je leto 2015 zaznamovalo umik številnih družb z borze. Ena izmed ugotovitev analize je bila ta, da se je delež podjetji, ki Kodeks uporabljajo, povečal z 71,7 % v letu 2014 na 78 % v letu 2015 (Ljubljanska borza d.d. & Združenje nadzornikov Slovenije, 2016b).

Raziskava Združenja nadzornikov in revizijske družbe Deloitte d.o.o. glede prejemkov članov uprav in nadzornih svetov javnih delniških družb, bank in zavarovalnic v Sloveniji v obdobju 2013–2015 je pokazala, da najnižje povprečne bruto prejemke v obdobju 2013–2015 beležijo člani nadzornih svetov v zavarovalnicah, nekoliko višji je bil povprečni bruto prejemek člana nadzornega sveta javne delniške družbe, najvišje povprečne bruto prejemke člana nadzornega sveta (vključno s potnimi stroški) v proučevanem obdobju pa beležijo banke in hranilnice (Novak, Kralj & Prijović, 2016).

2 NADZORNI SVET V SLOVENIJI

2.1 Enotirni in dvotirni sistem upravljanja

Način upravljanja delniških družb se znotraj posameznih držav razlikuje. Ene imajo dvotirni sistem upravljanja, ki ločuje funkciji upravljanja in nadzorovanja, torej ju opravljata dve različni telesi – uprava delniške družbe opravlja funkcijo upravljanja oziroma vodenja, nadzorni svet pa funkcijo nadzorovanja. Druge države pa imajo enotirni sistem upravljanja, ki združuje funkciji upravljanja in vodenja s funkcijo nadzora. Delniške družbe z enotirnim sistemom vodi upravni odbor.

Slovenski pravni sistem je do leta 2006 poznal dvotirni sistem upravljanja delniških družb, od spremembe oziroma sprejetja novega ZGD-1 pa delniškim družbam dopušča možnost izbire med enotirnim sistemom upravljanja z upravnim odborom ali dvotirnim sistemom z upravo in nadzornim svetom.

Položaj in pristojnosti nadzornega sveta pri družbah z dvotirnim upravljanjem so zakonsko določeni in jih ni mogoče spreminjati. Nadzorni svet je ločen od uprave družbe in skupščine, prav tako od zaposlenih, če so v njem predstavniki zaposlenih. Čeprav člane nadzornega

sveta voli skupščina, nadzorni svet oziroma posamezni člani niso vezani na morebitna mnenja ali stališča skupščine, ki tako v nikakršni obliki ne more dajati navodil članom nadzornega sveta. Slednji imajo poleg nadzorstvene tudi svetovalno funkcijo, statut in nadzorni svet pa lahko tudi določita, da se smejo posamezne vrste poslov opravljati le z njegovim soglasjem (281. člen ZGD-1). Vendar je treba poudariti, da pristojnost nadzornega sveta dajanja soglasja ne sme posegati v zakonsko opredelitev uprave, ki mora družbo voditi samostojno, v dobro družbe in na lastno odgovornost. Nadzorni svet ima pravico odpoklicati člana uprave ali predsednika, vendar zgolj iz štirih utemeljenih razlogov, ki jih našteva ZGD-1 v drugem odstavku 268. člena. Skupščina te pravice nima, vse, kar lahko stori, je, da sprejme sklep o nezaupnici uprave ali člana uprave, kar kaže na to, da je uprava izgubila zaupanje delničarjev. To pa je eden izmed razlogov, zaradi katerega lahko nadzorni svet odpokliče člana ali predsednika uprave (Kocbek, 2018).

Družbe z enotirnim upravljanjem imajo skupščino in upravni odbor, ki je njihov osrednji organ. Je hkrati organ vodenja in nadzora. Pri družbah z enotirnim sistemom upravljanja je možnost delničarjev pri vodenju in odločanju bolj poudarjena kot pri dvotirnem sistemu (že zaradi nezdržljivosti člana nadzornega sveta in uprave). Pri enotirnem sistemu je namreč večinski delničar lahko tudi član upravnega odbora in glavni izvršni direktor. ZGD-1 za javne delniške družbe določa obvezno strukturiranje upravnega odbora na izvršne in neizvršne direktorje (za nejavne zakon takih obveznih določb nima). V teh družbah mora biti najmanj en član upravnega odbora izvršni direktor, največ pa jih je lahko polovica. Izvršni direktorji opravljajo naloge, povezane s tekočimi posli, upravni odbor pa vodi družbo. Pri družbah z enotirnim upravljanjem ima tako skupščina možnost, da odločilno sodeluje pri vodenju poslov prek navodil in/ali omejitev, ki jih daje izvršnim direktorjem (Kocbek, 2018).

V literaturi pogosto najdemo strokovne razprave o prednostih in slabostih enotirnega ali dvotirnega sistema upravljanja. Ključno vprašanje, ki se navezuje na prednosti in slabosti enega sistema, je, ali je bolje imeti neodvisne »nadzornike«, ki sodelujejo pri (so)odločanju uprave, ali ne. Z manj organizacijskimi ravnmi je pretok informacij pri enotirnem sistemu hitrejši in boljši kot pri dvotirnem. Prav tako je manj birokratskih ovir, ki pa lahko pri dvotirnem sistemu ovirajo odločitve nadzornega sveta (Bezemer, Peij, de Kruijs & Maassen, 2014). Po drugi strani lahko v enotirnem sistemu, kjer je funkcija nadzora in upravljanja združena v enem telesu, ta združitev onemogoči organu nadzora opravljati kakovosten nadzor in neodvisno svetovanje »upravi«. Prav tako lahko pri enotnem telesu le-ta zamudi določene poslovne možnosti, saj dva organa, ki sta ločena in manj povezana med sabo, vidita več možnosti oziroma lahko en drugemu ponujata drugačen pogled na določene poslovne možnosti (Jungmann, 2006; Millet-Reyes in Zhao, 2010).

2.2 Položaj in vloga nadzornega sveta

Kot že večkrat navedeno, položaj in vlogo nadzornega sveta v slovenskem pravnem redu ureja ZGD-1, ki nadzorni svet uvršča med organe vodenja in nadzora delniške družbe (prvi odst. 253. člena ZGD-1). Kot izhaja iz naslednjega odstavka iste določbe (in kar smo že navedli v prejšnjem poglavju), je nadzorni svet kot poseben organ prisoten samo v delniških družbah z dvotirnim sistemom upravljanja skupaj z upravo (drugi odst. 253. člena ZGD-1) in nadzoruje vodenje poslov družbe (prvi odst. 281. člena ZGD-1), kar je njegova najpomembnejša, a ne edina pristojnost.

Položaj nadzornega sveta je torej določen z ZGD-1. Nadzorni svet je strogo ločen od uprave in od skupščine delničarjev. Člane nadzornega sveta voli skupščina delničarjev (prvi odst. 274. člena ZGD-1), in sicer z navadno večino. Skupščina delničarjev lahko tudi odpokliče člane nadzornih svetov pred potekom njihove mandatne dobe, vendar je za sklep o odpoklicu potrebna najmanj tričetrtinska večina oddanih glasov (prvi odst. 275. člena ZGD-1). Kot že omenjeno, je nadzorni svet ločen in neodvisen tako od uprave kot tudi od skupščine delničarjev in zaposlenih. ZGD-1 izrecno določa, da nanj ni mogoče prenesti vodenja poslov (peti odst. 281. člena ZGD-1), ima pa v zvezi z upravljanjem družbe zelo pomembno funkcijo. Namreč, v skladu z 268. členom ZGD-1 nadzorni svet imenuje člane uprave in predsednika. Člana uprave lahko nadzorni svet tudi odpokliče, in sicer če huje krši obveznosti, če ni sposoben voditi poslov, iz drugih ekonomsko-poslovnih razlogov (pomembnejše spremembe v strukturi delničarjev, reorganizacija in podobno), ali če mu skupščina izreče nezaupnico, razen če je nezaupnico izrekla iz očitno neutemeljenih razlogov.

ZGD-1 v 281. členu omogoča, da statut ali nadzorni svet določita, da se sme posamezna vrsta poslov opraviti le z njegovim soglasjem. Pri določanju vrste poslov, za katere je potrebno dovoljenje nadzornega sveta, pa je treba upoštevati položaj in pristojnosti drugih organov, konkretno uprave. Če bi namreč statut ali nadzorni svet določil, da je soglasje nadzornega sveta potrebno za povsem običajne in sprotne pravne posle, bi to pomenilo kršitev zakonskega položaja uprave. Posel, za katerega bi bilo potrebno soglasje, vendar ga uprava ne bi pridobila, družbo nasproti tretjim sicer veže, je pa uprava vseeno odškodninsko odgovorna za morebitno škodo družbi, če bi do nje prišlo. Običajno je lahko to tudi razlog za odpoklic članov uprave (Bratina, 1995, str. 426).

Pristojnosti nadzornega sveta niso urejene na enem mestu v ZGD-1, temveč so razkropljene po njem. Bratina (1995, str. 426) pravi, da je osnovna naloga vseh nadzornih organov nadzor nad poslovanjem delniških družb. Prva stopnja nadzora se tako po njegovem mnenju nanaša na zakonitost in pravilnost vodenja poslovnih knjig in druge poslovne dokumentacije družbe. To se običajno preverja pri pripravah na redno letno zasedanje skupščine. Na tej stopnji nadzora ne gre le za notranji nadzor, temveč tudi zunanji, saj imajo pomembno vlogo

pooblaščenim revizorjem in do določene mere tudi državnim organom. Ti sicer ne ocenjujejo uspešnosti družb, temveč samo skladnost ravnanja z zakoni in drugimi pravnimi predpisi.

Nadzorni svet pa ima mnogo širša pooblastila nadzora družbe. 12. točka priporočila Kodeksa uvodoma opisuje naloge nadzornega sveta kot skrb za nadzor družbe tekom celotnega poslovnega leta. Poleg tega naj bi tudi aktivno sodeloval pri oblikovanju smernic upravljanja družbe, skrbno pazil na delovanje uprave družbe in opravljal druge naloge. Za učinkovito opravljanje nadzorne funkcije lahko nadzorni svet pregleduje in preverja knjige in dokumentacijo družbe, njeno blagajno, shranjene vrednostne papirje in zaloge blaga ter druge stvari (drugi odst. 281. člena ZGD-1). Isti člen v tretjem in četrtem odstavku še določa, da lahko nadzorni svet od uprave zahteva kakršnekoli informacije, potrebne za izvajanje nadzora. Nadzorni svet lahko tudi skliče skupščino in da skupščinski predlog za imenovanje revizorja.

Pristojnost oziroma pomembnost nadzornega sveta se v času gospodarske krize še povečala. Zakon, ki v Sloveniji ureja poslovanje podjetji, ko se le-ta znajdejo v finančnih težavah, je Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP), Ur.l. RS, št. 13/14 – UPB, 10/15 – popr., 27/16, 31/16 – odl. US, 38/16 – odl. US, 63/16 – ZD-C in 54/18 – odl. US. Ta v 29. členu določa temeljne obveznosti članov nadzornega sveta. Tako mora slednji v skladu z navedeno določbo pri izvajanju svojih pristojnosti in odgovornosti za opravljanje nadzora nad vodenjem poslov družbe preverjati, ali je družba kratkoročno in dolgoročno plačilno sposobna in ali poslovodstvo ravna v skladu z zakonskimi pravili v zvezi s finančnim poslovanjem družbe (prvi odst. 29. člena ZFPPIPP). Člani nadzornega sveta so solidarno odgovorni družbi za škodo, ki jo je imela zaradi kršitve njihovih zakonskih obveznosti. Te odgovornosti so prosti le, če dokažejo, da so pri izpolnjevanju svojih obveznosti ravnali s profesionalno skrbnostjo poslovnofinančne stroke in stroke upravljanja podjetja (drugi in tretji odst. 29. člena ZFPPIPP).

Tako kot se v času gospodarske krize poveča skrbnost uprave, se poveča tudi dolžnost nadzora uprave. Nadzorni svet pa mora poleg samega nadzora uprave le-tej tudi svetovati in zagotavljati podporo. Tako mora od uprave zahtevati dodatna poročila glede na težave, ki se kažejo v povezavi s krizo, in ugotoviti, ali so te res posledica krize ali pa k težavam pripomore tudi nestrokovno ravnanje uprave. Če nadzorni svet ugotovi, da je družba insolventna oziroma da ji insolventnost grozi, mora poskrbeti, da se uprava na to pravilno odzove in prilagodi poslovanje ter ravnanje. Če nadzorni svet pride do zaključka, da trenutni člani niso primerni za vodenje podjetja v času krize, jih je »dolžan« odpoklicati in na njihovo mesto imenovati ljudi, ki so za to primerni (Bratina, 2013, str. 725).

2.3 Člani nadzornega sveta

Sestavo in število članov nadzornega sveta določa ZGD-1 v 254. členu. Zakon določa, da nadzorni svet sestavljajo najmanj trije člani, izmed katerih se eden imenuje za predsednika. V skladu s priporočilom 9.1 Kodeksa naj bi bil nadzorni svet sestavljen iz takega števila članov, da omogoča učinkovito razpravo in sprejem kakovostnih odločitev na podlagi raznovrstnih izkušenj in večšin njegovih članov. Priporočilo 9 Kodeksa nadalje določa, da naj bo nadzorni svet sestavljen tako, da se zagotovita odgovoren nadzor in sprejemanje odločitev v korist družbe. Pri sestavi naj se upoštevajo strokovna znanja, izkušnje in večšine (ki se dopolnjujejo) ter cilji iz Politike raznolikosti (glede na spol, starost, izobrazbo in druge osebne značilnosti), če je v družbi sprejeta.

Člani nadzornega sveta so imenovani za obdobje, določeno v statutu, ki pa ne sme biti daljše od šest let, z možnostjo ponovnega imenovanja (prvi odst. 255. člena ZGD-1). Član nadzornega sveta je lahko vsaka poslovno sposobna fizična oseba, razen oseba, ki:

- je že član drugega organa vodenja ali nadzora te družbe;
- je bila pravnomočno obsojena zaradi kaznivega dejanja zoper gospodarstvo, zoper delovno razmerje in socialno varnost, zoper pravni promet, zoper premoženje, zoper okolje, prostor in naravne dobrine. Ta oseba ne sme biti član organa vodenja ali nadzora pet let od pravnomočnosti sodbe in dve leti po prestani zaporni kazni;
- ji je bil izrečen varnostni ukrep prepovedi opravljanja poklica, in sicer dokler traja prepoved, ali
- je bila kot član organa vodenja ali nadzora družbe, nad katerim je bil začet stečajni postopek, pravnomočno obsojena na plačilo odškodnine upnikom v skladu z določbami zakona, ki ureja finančno poslovanje podjetij, o odškodninski odgovornosti, in sicer še dve leti po pravnomočnosti sodbe (drugi odst. 255. člena ZGD-1).

Dodatne sposobnosti oziroma lastnosti, ki naj bi jih člani nadzornega sveta imeli, so navedene v priporočilu 10.1 Kodeksa. Med njimi je treba izpostaviti predvsem pogoje, da naj bi član nadzornega sveta imel ustrezno osebno integriteto in poslovno etičnost, najmanj univerzitetno izobrazbo (stari program) oziroma magisterij stroke (2. bolonjska stopnja), ustrezne delovne izkušnje s področja nadzora, vodenja ali upravljanja družb ter sposobnost pri delovanju in odločanju upoštevati predvsem dolgoročni interes družbe in temu podrediti morebitne drugačne osebne ali posamične interese (tretjih oseb, uprave, zaposlenih, delničarjev, javnosti ali države). Ravno ti pogoji so tisti, ki pri članih nadzornih svetov velikokrat niso izpolnjeni.

2.4 Neodvisni položaj članov nadzornega sveta

Kot že navedeno, člane nadzornega sveta voli skupščina delničarjev, vendar kljub temu in kljub določbi, da člani nadzornega sveta zastopajo interese delničarjev (prvi odst. 274. člena ZGD-1), nadzorni svet ni vezan na stališča in mnenja skupščine. To velja tudi za navodila in mnenja zaposlenih za tiste člane nadzornega sveta, ki zastopajo interese zaposlenih v nadzornem svetu, saj lahko svojo pristojnost samostojno uveljavljajo neodvisno od morebitnih navodil skupščine ali zaposlenih. Nadzorni svet mora namreč zastopati interese družbe kot celote, ne glede na to, ali se ti popolnoma skladajo z interesi delničarjev (mogoče celo večinskega delničarja) oziroma zaposlenih ali ne (Kocbek, Ivanjko, Bratina & Podgorelec, 2010). Tako stališče je razvidno tudi iz 7. priporočila Kodeksa, ki določa, da sta uprava in nadzorni svet dolžna delovati izključno v dobro družbe in neodvisno od volje ali želje posameznih delničarjev in drugih deležnikov družbe. Ravnati bi morala izključno po lastni presoji v interesu družbe in s posameznimi delničarji komunicirati zgolj v okviru svojih pravic in dolžnosti, določenih z zakonom ali s priporočili Kodeksa.

Z zadnjo novelacijo Kodeksa se je spremenila definicija neodvisnosti, ki je sedaj bolj jasno razmejena od nasprotja interesov, saj so bili posodobljeni kriteriji za nasprotja interesov. Kodeks je priporočilo glede neodvisnih članov nadzornega sveta s polovice razširil na vse člane nadzornega sveta. V skladu s priporočilom 23 Kodeksa se odvisnost člana nadzornega sveta domneva v primeru, če je podano kakšno izmed nasprotij interesov iz Priloge B Kodeksa, ki je trajnejšega značaja ter relevantno. Nasprotje interesov je podano v primeru, če je član nadzornega sveta (ali kandidat):

- izvršni direktor ali član uprave družbe ali povezane družbe ali je bil na takšnem položaju v zadnjih treh letih;
- zaposlen v družbi ali povezani družbi ali je bil na takšnem položaju v zadnjih treh letih, razen v primeru sistema delavskega predstavništva v nadzornem svetu;
- prejemal ali prejema večje dodatne prejemke iz družbe ali povezane družbe, razen plačila in doplačila, ki jih prejema kot član nadzornega sveta;
- večinski delničar ali jih zastopa;
- v zadnjem letu dni imel pomemben poslovni stik z družbo ali povezano družbo, neposredno ali kot partner, delničar, direktor ali vodilni delavec osebe, ki ga je imela (npr. dobavitelj, svetovalec ...);
- je bil v zadnjih treh letih partner ali uslužbenec sedanjega ali nekdanjega zunanjega revizorja v družbi ali z zunanjim revizorjem povezane družbe;
- je ali je bil izvršni direktor ali član uprave druge družbe, v kateri je izvršni direktor ali član uprave družbe član nadzornega sveta;
- je ali je bil v istem nadzornem svetu več kot tri mandate (ali več kot 12 let) in
- je bližnji družinski član člana uprave ali oseb, ki so v zgoraj naštetih položajih (Priloga B3 Kodeksa).

Naštete okoliščine ustvarjajo domnevo odvisnosti, ki pa je izpodbitna, če član nadzornega sveta dokaže, da nasprotje interesov ni trajno in hkrati irelevantno (drugi odst. priporočila 23 Kodeksa).

Slovensko gospodarstvo je po velikosti zelo majhno, kar mnogokrat otežuje izpolnjevanje zgoraj navedenih zahtev v zvezi z neodvisnostjo članov nadzornega sveta, ki so velikokrat tako ali drugače povezani z lastniki, povezanimi družbami ali drugimi družbami, ki poslovno intenzivno sodelujejo med seboj. Dvom o neodvisnosti tudi vedno vsaj v določeni meri zbuja predstavniki zaposlenih v nadzornem svetu, saj je kljub varovanju njihove neodvisnosti vedno aktualno vprašanje, ali lahko nanje vpliva uprava. Tako je anketna raziskava o korporativnem upravljanju in soupravljanju zaposlenih, ki jo je v letu 2017 izvedlo Združenje nadzornikov Slovenije, pokazala, da 42 % predstavnikov kapitala v nadzornem svetu meni, da so predstavniki zaposlenih upravi podrejeni in da je kljub ustreznemu zakonskemu varovanju njihova neodvisnost zato vprašljiva, medtem ko je takšnega mnenja le 25 % predstavnikov zaposlenih. 66 % predstavnikov zaposlenih pa zase meni, da so ustrezno zakonsko varovani pred vplivom uprave in zato neodvisni, medtem ko tako razmišlja le 55 % predstavnikov kapitala v nadzornem svetu (Združenje nadzornikov Slovenije, 2017).

2.5 Samoocenjevanje nadzornega sveta

Samoocenjevanje nadzornega sveta oziroma z drugimi besedami vrednotenje dela nadzornega sveta je interni postopek ocenjevanja dela celotnega nadzornega sveta, dela posameznih članov in komisij, ki ga opravi nadzorni svet sam. Samoocenjevanje priporočajo kodeksi dobre prakse korporativnega upravljanja, namen pa je izboljšanje standarda dela članov nadzornega sveta in s tem izboljšanje dobre prakse korporativnega upravljanja v družbi.

Že leta 2005 je Evropska komisija (takrat Komisija evropskih skupnosti) izdala Priporočilo komisije o vlogi neizvršnih direktorjev ali članov nadzornega sveta javnih družb in o komisijah upravnega odbora ali nadzornega sveta, Ur.l. EU št. L 52/51. V skladu z 8. točko priporočila bi moral nadzorni svet vsako leto ovrednotiti svoje delo, kar bi moralo vključevati oceno njegovega članstva, organizacije in delovanja kot skupine, ovrednotenje usposobljenosti in učinkovitosti vsakega njegovega člana in vseh njegovih komisij ter oceno rezultatov nadzornega sveta glede na zastavljene cilje. Nadzorni svet bi v skladu s priporočilom moral vsaj enkrat letno objaviti ustrezne informacije o svoji notranji organizaciji in o postopkih, ki se uporabljajo za njegove dejavnosti, vključno s tem, do katere mere je samovrednotenje prispevalo k spremembam (točka 9.1).

Načela v zvezi s samoocenjevanjem vsebuje tudi slovenski Kodeks. V skladu z njegovo 14. točko nadzorni svet enkrat letno ovrednoti svojo sestavo, delovanje, potencialna nasprotja interesov posameznih članov, delovanje nadzornega sveta in sodelovanje z upravo družbe. V postopku vrednotenja pa oceni tudi delo komisij nadzornega sveta (Ljubljanska borza, & Združenje nadzornikov Slovenije, 2016a, str. 15). Združenje nadzornikov Slovenije je v letu 2011 izdalo Priročnik za vrednotenje učinkovitosti nadzornih svetov, katerega namen je standardizirati pristop k vrednotenju učinkovitosti nadzornih svetov in upravnih odborov v Sloveniji. V skladu s priročnikom med koristi samoocenjevanja nadzornega sveta spada aktivacija njegovih članov, boljše razumevanje odgovornosti, izboljšana učinkovitost dela nadzornega sveta, izboljšanje procesa odločanja in izboljšana komunikacija ter timsko delo (Kovač, Podbevšek & Prijović, 2011, str. 8).

Na operativni ravni samoocenjevanje lahko poteka na več načinov, in sicer prek reševanja anketnih vprašalnikov (matrik), intervjuvanjem posameznih članov in kot kombinacija vprašalnikov in intervjujev. Že omenjeni priročnik Združenja nadzornikov Slovenije vsebuje standardizirano matriko, s katero si nadzorni sveti lahko pomagajo pri samoocenjevanju.

2.6 Prenehanja članstva v nadzornem svetu

Članu nadzornega sveta lahko članstvo preneha na več načinov. Prvi je pretek mandata. Člani nadzornega sveta so v skladu s prvim odstavkom 255. člena ZGD-1 namreč imenovani za obdobje, ki je določeno v statutu in ni daljše od šest let, z možnostjo ponovnega imenovanja. Članstvo v nadzornem svetu pa lahko preneha tudi pred potekom mandata, in sicer tako, da lahko v skladu z 275. členom ZGD-1 skupščina odpokliče člane nadzornega sveta, ki jih je izvolila. Za sprejetje sklepa o odpoklicu je potrebna najmanj tričetrtinska večina oddanih glasov, statut družbe pa lahko določi višjo večino ali druge zahteve.

Člani nadzornega sveta lahko tudi odstopijo, saj gre pri članstvu za opravljanje korporacijske funkcije. Načeloma lahko odstopijo kadarkoli, vendar ne ob neprimernem času, saj če bi z odstopom družbi povzročil škodo, bi jo moral povrniti. Ob odstopu je praviloma treba obvestiti upravo družbe, zato odstopna izjava učinkuje od takrat. Navedeno so splošna pravila o odstopu, ki izhajajo iz določb mandatne pogodbe v Obligacijskem zakoniku (OZ), Ur.l. RS št. 97/07 – UPB, 64/16 – odl. US in 20/18 – OROZ631, saj ZGD-1 odstopa člana nadzornega sveta podrobneje ne ureja, kar pa je mogoče urediti v statutu same družbe. V tem primeru veljajo statutarna pravila, ki jih je velikokrat smiselno določiti (npr. zaradi morebitnega odpovednega roka po odstopu, da ima družba čas izvoliti drugega člana nadzornega sveta) (Kocbek, Ivanjko, Bratina & Podgorelec, 2010).

ZGD-1 v drugem odstavku 276. člena določa tudi možnost odpoklica člana nadzornega sveta prek sodišča. Tako sodišče odpokliče člana nadzornega sveta na predlog nadzornega sveta samega ali delničarjev, katerih delnice predstavljajo najmanj 10 % osnovnega kapitala, če

gre za utemeljene razloge. Skupščina lahko v skladu z zgoraj navedenim odpokliče člana nadzornega sveta s tričetrtinsko večino glasov. V primeru ko obstajajo utemeljeni razlogi, pa lahko delničarji z bistveno manjšo »večino« predlagajo odpoklic člana sodišču. ZGD-1 sicer ne določa natančneje, kakšni so utemeljeni razlogi, vendar med te zagotovo spadajo razlogi, zaradi katerih lahko nadzorni svet odpokliče posameznega člana uprave ali predsednika, ki so naštetih v drugem odstavku 268. člena ZGD-1, seveda pa ne gre za zaključen seznam, saj se lahko člana nadzornega sveta odpokliče tudi v drugih primerih, ko sodišče odloči, da gre za utemeljene razloge. Ti primeri so odvisni od posamezne situacije in jih je vnaprej težko opredeliti.

Pogoje za članstvo v nadzornem svetu (lahko) določata zakon in statut. Kdor teh pogojev ne izpolnjuje, ne more biti veljavno izvoljen v nadzorni svet. Prav tako ne more biti član nekdo, ki je ob izvolitvi sicer izpolnjeval zakonske in statutarne pogoje, med trajanjem mandata pa nastopijo razlogi, ki niso združljivi s članstvom v nadzornem svetu. Če gre za zakonske pogoje, potem funkcija člana nadzornega sveta preneha na podlagi zakona, ko nastopijo ti pogoji, ki niso združljivi s članstvom v nadzornem svetu (prvi odst. 273. člena ZGD-1). Enake posledice nastanejo tudi v primeru, ko oseba ne izpolnjuje morebitnih statutarnih pogojev, in sicer na podlagi 5. alineje prvega odstavka 273. člena ZGD-1 (Kocbek, Ivanjko, Bratina & Podgorelec, 2010).

Obstajajo še nekateri drugi razlogi za prenehanje članstva v nadzornem svetu. Kot omenjeno, je nadzorni svet obvezen zgolj v družbah z dvotirnim sistemom upravljanja. Če torej družba s spremembo statuta izbere enotirni sistem, prenehajo tudi mandati vseh članov nadzornega sveta. Prav tako lahko skupščina s spremembo statuta skrajša ali prekine mandat članov nadzornega sveta. Seveda mandat članom nadzornega sveta preneha tudi s prenehanjem delniške družbe. V teh primerih odpoklic članov ni potreben. Članstvo v nadzornem svetu preneha tudi, če se izkaže, da je bila izvolitev člana nadzornega sveta nična (392. člen ZGD-1). V tem primeru mandat preneha že po samem zakonu (Kocbek, Ivanjko, Bratina & Podgorelec, 2010).

3 OBDOBJE KRIZE IN POLOŽAJ NADZORNEGA SVETA

Škandali v velikih organizacijah in kolaps svetovnih finančnih trgov so pripeljali do tega, da v zadnjem desetletju izzivi pri vodenju organizacij privlačijo družbeno pozornost. Da bi ohranili zaupanje javnosti v javnih organizacijah in zagotovili ustrezno finančno stanje, so nadzorniki in finančni trgi ustanovili nove standarde, npr. zakon Sarbanes-Oxley, Revidirano EU direktivo o pravu družb, OECD Principe korporativnega upravljanja podjetij in Kodeks vodenja podjetij (Daily, Dalton & Cannella, 2003; Zattoni & Cuomo, 2010).

Nedavna finančna kriza je splošno sprejeta kot najresnejša gospodarska kriza vse od časa velike depresije iz leta 1930. Začetke ima v finančnem sektorju in je vplivala na celotno

gospodarstvo. Medtem ko so skoraj vsa podjetja čutila krizno obdobje, so bili šoki precej različni. Številne študije, ki so bile večinoma osredotočene na finančna podjetja, so poskušale pojasniti, ali je korporativno upravljanje vplivalo na uspešnost podjetja pred in med kriznim obdobjem.

Veliko avtorjev (na primer Johnson, Boone, Breach & Friedman, 2000) je predstavljalo dokaze, da je korporativno upravljanje najpomembneje vplivalo na učinkovitost podjetja med krizo. Ti avtorji so predstavljali pomembnost dveh dejavnikov. Prvi je bil, da je med krizo večja možnost razlastitve zaradi padajočih donosov investicij, drugi pa, da med krizo kakovost korporativnega upravljanja privleče več nadzora. Tako so vse prej obstajajoče šibkosti vidnejše in vplivajo na zmanjšanje vrednosti delnic. Z osredotočanjem na vzhodnoazijsko finančno krizo so te študije odkrile številne mehanizme korporativnega upravljanja podjetij, kot so koncentracija zunanega lastništva, diverzifikacija in managementsko lastništvo, ki vplivajo na poslovanje med krizo.

Nadzorni sveti v podjetjih so eni od najpomembnejših, morda celo najpomembnejši mehanizem notranjega upravljanja, saj svetujejo upravi pri uresničevanju različnih nalog, da zaščitijo interese lastnikov (na primer Adams & Ferreira, 2007; Fama & Jensen, 1983; Hermalin & Weisbach, 2003). Ta vloga mora biti še posebej pomembna v času krize. Mace (1971) pravi, da nadzorni svet svetuje, v času krizne situacije pa je tudi organ, ki skrbi za disciplino. Hermalin in Weisbach (1998) trdita, da mora biti v času gospodarske rasti nadzorni svet zelo aktiven, saj dobro poslovanje podjetja povečuje pogajalske moči managementa in zmanjšuje neodvisnost nadzornega sveta. Medtem ko so v času gospodarskega zatona nadzorni sveti običajno že sami bolj aktivni, ker slabše poslovanje podjetja zmanjšuje pogajalske moči managementa.

Pri izpolnjevanju svojih nalog nadzorni sveti pregledujejo politiko upravljanja s tveganji podjetja. V luči dejstva, da je lahko presežno managersko sprejemanje tveganja eden glavnih razlogov za zadnjo finančno krizo, se pokaže, da v veliko državah, tako finančno kot nefinančno, nadzorni sveti niso pravočasno uspeli postaviti ustreznih strategij tveganja pri nadzoru tveganega obnašanja managementa (Kirkpatrick, 2009). Čeprav šibki nadzorni sveti mogoče niso neposredni sprožilci krize, ta praksa lahko pokaže, na katerih področjih so podjetja šibka.

Bratina (2013) je v svojem članku Posebne naloge in delovanje nadzornih svetov v obdobju krize opozoril na dejstvo, da se morata nadzor in svetovalna vloga v času krize intenzivirati. V normalnih razmerah nadzorni svet pridobiva informacije o stanju v družbi, potrebne za učinkovit nadzor, iz poročil, ki jih pripravlja in pošilja uprava družbe. V finančni krizi informacije zgolj iz poročil ne zadostujejo več. Nadzor uprave ni več samo nadzor, temveč tudi intenzivno svetovanje in podpora upravi. Nadzorni svet mora od uprave pridobiti dodatna poročila glede na težave, ki se kažejo v povezavi s krizo, in pri tem ugotoviti vzrok le-teh, ki je lahko neskrbno oz. nestrokovno ravnanje uprave ali sama kriza.

Posamezni nadzorniki morajo v določenem obsegu uporabiti tudi svoja specialna znanja, predvsem pa morajo biti aktivnejši. Nekateri so celo mnenja, da je v času krize smiselno imenovanje posameznih članov nadzornega sveta v upravo. V Nemčiji prevladuje mnenje, da se v času krize nadzor nadzornega sveta nad upravo poveča tako, da pride do spremembe tako imenovanega spremljajočega nadzora v podpirajoč nadzor oziroma celo v soupravljaoč nadzor, kar zahteva od nadzornega sveta tudi izdelavo sanacijskega načrta. Glede na težave, ki grozijo podjetju, se spreminja še dolžnost nadzora in svetovanja upravi. Klasični načini obveščanja med upravo in nadzornim svetom v času krize namreč niso dovolj za ugotovitev tveganj in nevarnosti, ki grozijo podjetju (Bratina, 2013).

4 KAKOVOST DELA NADZORNEGA SVETA

Kot običajno razlagata pravo družb in poslovno pravo, je glavna odgovornost nadzornega sveta nadzorovanje uprave in zagotavljanje, da deluje v interesih lastnikov. Zakoreninjeno v teoriji je, da je nadzor potreben za ukrepanje pri oportunističnem obnašanju uprave, do katerega lahko pride zaradi ločitve lastništva od vodstva družbe (Fama & Jensen, 1983). Nekateri teoretiki menijo, da nadzorni svet ustvarja dodano vrednost tudi s svetovanjem vodstvu in z omogočanjem dostopa do pomembnih informacij in virov (Geletkanycz & Boyd, 2011). Posledično je vse več študij analiziralo vpliv in posledice vključevanja nadzornega sveta v tradicionalne in nastajajoče moderne vloge nadzora (Huse, 2007; Petrovic, 2008).

Kakovost dela nadzornega sveta vpliva na uspešnost družbe, kar lahko sklepamo glede na literaturo, vendar je ne moremo neposredno meriti, saj gre za tako imenovano latentno spremenljivko; v literaturi pa lahko najdemo indikatorje, ki to spremenljivko merijo.

4.1 Velikost nadzornega sveta

Ena izmed značilnosti nadzornega sveta, ki je bila predmet številnih raziskav, je število njegovih članov. Več raziskav korporativnega upravljanja nefinančnih družb je prišlo do zaključka, da obstaja negativna povezava med velikostjo nadzornega sveta in uspešnostjo podjetja (Hermalin & Weisbach, 2003). Prednost večjih nadzornih svetov je ta, da imajo člani z različnimi znanji, izkušnjami in informacijami, z večanjem nadzornega sveta pa nastane problem tako imenovanih »*free riders*«. Ko je več članov v nadzornem svetu, je namreč težje ugotoviti, kateri član v zameno za svoje plačilo ne pripomore veliko k opravljanju nalog nadzornega sveta. Problem je tudi usklajevanje članov, saj je med številnimi člani težje priti do soglasja pri sprejemanju odločitev, kar nadzorne svete dela počasnejše in manj učinkovite (Jensen, 1993).

Jensen (1993) tudi pravi, da je najoptimalnejša velikost nadzornega sveta od sedem do osem članov. Lipton in Lorsch (1992) sta ugotovila, da se bo po določenem številu članov z dodatnimi člani uspešnost družbe zmanjšala, Guest (2009, str. 385) pa je v svoji raziskavi preverjal vpliv velikosti nadzornega sveta na uspešnost družb v Veliki Britaniji in prišel do zaključka, da ima velikost negativen vpliv na profitabilnost družbe, Tobinov Q ter donos delnic.

Večina raziskav tako pride do zaključka, da ko postanejo nadzorni sveti preveliki, dodatni član ne odtehta pomanjkljivosti, ki so povezane z večjim nadzornim svetom. Nekateri avtorji pa se s tem ne strinjajo (Coles, Daniel & Naveen, 2008, str. 351) in večji nadzorni svet utemeljujejo s tem, da so za določene vrste družb verjetno boljši večji nadzorni sveti. Velike kompleksne družbe, ki imajo večje potrebe po svetovanju in nadzoru, imajo večje nadzorne svete z večjim številom zunanjih članov.

Lückerath-Rovers in Stavast-Groothuis (2016, str. 1) sta raziskovala spremembe v sestavi upravnega odbora in nadzornih svetov nizozemskega finančnega sektorja v obdobju 2008–2014. Analiza je pokazala, da se je velikost nadzornega sveta v tem času bistveno spremenila. Povprečna velikost nadzornega sveta se je zmanjševala od začetka finančne krize leta 2008 ter začela nazaj naraščati v letu 2012.

4.2 Intenzivnost dela

V teoriji agenta je intenzivnost nadzornega sveta merjena s pogostostjo sej nadzornega sveta, kar kaže na aktivno spremljanje vloge nadzornega sveta, to pa posledično vpliva na uspešnost družbe. Seje nadzornega sveta so koristne za delničarje. Conger, Finegold in Lawler (1998) pravijo, da je čas seje nadzornega sveta pomemben dejavnik, ki lahko izboljša učinkovitost nadzornega sveta. Večje kot je število sej, večji je nadzor nad upravo, ki kaže na učinkovitejšo vlogo spremljanja, ki lahko ublaži zastopniške stroške in posledično vpliva na večjo uspešnost družbe (Grove, Patelli, Victoravich & Xu, 2011). Na drugi strani nekateri trdijo, da seje nadzornih svetov niso vedno koristne, saj so nadzorniki na seji časovno omejeni in težko uporabijo čas za izmenjavo idej z upravo (Jensen, 1993). Zunanji člani so zaradi vsakdanjih opravil časovno omejeni, kar posledično vpliva na izvajanje nadzora upravljanja (Vafeas, 1999). Grove, Patelli, Victoravich in Xu, (2011) pa so v raziskavi ameriških bank odkril šibko povezavo med številom sej nadzornega sveta in finančno uspešnostjo družbe. Fernandes, Farinha, Martins in Mateus (2015) so analizirali povezanost intenzivnosti dela nadzornega sveta z uspešnostjo 72 evropskih bank v času krize ter pri tem ugotovili, da število sej ni vplivalo na uspešnost bank.

4.3 Neodvisnost

Neodvisnost predstavlja pomemben dejavnik korporativnega upravljanja, ker se predvideva, da nadzorni svet, ki je neodvisen od uprave družbe, predstavlja interese delničarjev (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983).

V strokovni literaturi težko najdemo skupno definicijo lastnosti neodvisnosti nadzornega sveta. Kot neodvisnega člana lahko štejemo osebo, ki nima poslovnega ali družinskega odnosa z upravo, v širšem smislu pa so nadzorniki neodvisni, če nimajo nobene poslovne ali družinske vezi s subjekti, ki bi lahko vplivali na njihovo odgovornost do družbe. Najpogostejši pristop definira neodvisne člane nadzornega sveta kot osebe, ki nimajo poslovnih ali družinskih vezi, ki bi lahko povzročile konflikt interesov z družbo (Borowski, 1984). V skladu s tem pristopom neodvisni člani niso ne zaposleni v družbi ne zunanje osebe, ki bi imele močno ekonomsko povezavo z družbo (kot bankirji, odvetniki, dobavitelji, ponudniki storitev itd.) ali družinske vezi z upravo ali delničarji (Dalton, Daily, Ellstrand & Johnson, 1998).

Neodvisnost predvideva sposobnost članov nadzornega sveta, da vidijo »stvari« drugače. Člani bi morali nadzornemu svetu prinesiti svoje pretekle izkušnje, ki bi jim skupaj z neodvisnostjo od dnevnega poslovanja družbe omogočali drugačen pogled na strateške odločitve uprave. Mešanica sposobnosti in izkušenj med člani nadzornega sveta poveča možnost kreativnih in inovativnih rešitev problemov ter izboljša kvaliteto sprejemanja strateških odločitev (Zattoni & Cuomo, 2010).

Skozi leta je bilo izvedenih mnogo raziskav o povezavi med korporativnim upravljanjem in značilnostmi nadzornih svetov ter njihov vpliv na korporacijsko uspešnostjo. Bhagat in Bolton (2008) sta naredila raziskavo o korporativnem upravljanju in podjetniški uspešnosti ter ugotovila, da je neodvisnost nadzornega sveta negativno povezana z uspešnostjo podjetja. Francis, Hasan in Wu (2012) so v nasprotju s tem ugotovili pozitivno povezanost, spet mnogi drugi raziskovalci pa pomembne povezave niso uspeli prikazati (Dalton, Daily, Ellstrand & Johnson, 1998).

4.4 Komisije

Da lahko nadzorni svet učinkovito nadzoruje upravo in izvaja ostale naloge, ki vključujejo resne naloge reševanja problema med principalami in agenti, kot so določanje nadomestila upravi, najemanje zunanjih revizorjev, zaposlovanje in odpuščanje vodstva, so organi pogosto razdeljeni v manjše komisije. Številne raziskave so pokazale, da so komisije ene izmed glavnih mehanizmov, uporabljenih v reševanju agentskega problema. Teorija agenta govori o tem, da morajo biti komisije neodvisne in sestavljene večinoma iz neodvisnih zunanjih članov, ki nimajo pogodbenih odnosov kot notranji člani. Tako teorija predvideva

te zunanje člane kot mehanizem reševanja problema med principalami in agenti (Puni, 2015, str. 16).

Družba ima lahko različne komisije nadzornega sveta, med katerimi so najpomembnejše revizijska komisija, komisija za nagrajevanje in komisija za imenovanje. Sestavljene so iz članov, ki obravnavajo specifične naloge, ki bi nadzornemu svetu pri izvajanju vzele preveč časa. Njihove vloge morajo biti jasno določene, da ne prihaja do prekrivanja, in pri tem zagotoviti, da so vsa področja ustrezno pokrita. Bratina (2013) je izpostavil pomen neposrednega stika med revizijsko komisijo in nadzornim svetom v obdobju krize. Povezava notranjega revizorja do nadzornega sveta praviloma poteka preko uprave. Neodvisen položaj revizijske komisije v družbi predvsem nadzornemu svetu omogoči pridobitev informacij, neodvisnih od uprave. Bolj kot je namreč revizijska komisija od uprave neodvisna, večjo težo ima za nadzorni svet kot vir informacij. Še posebno v obdobju krize, ko uprava želi prikriti informacije, ki ji škodujejo, lahko takšna možnost pridobivanja informacij omogoča pravočasne reakcije nadzornega sveta.

Kyonghee, Mauldin in Suresh (2014) ugotavljajo, da so tri ključne koristi komisij nadzornega sveta, in sicer specializacija znanja, učinkovitejša delitev dela in odgovornosti. Narava nadzornih in svetovalnih nalog nadzornega sveta je zahtevna in potrebuje značilna specifična znanja, ki zahtevajo osebne investicije zunanjih članov.

Empirične evidence podpirajo idejo, da je veliko pomembnih odločitev nadzornega sveta doseženo v njegovih komisijah in da njihove odločitve vplivajo na finančno uspešnost družbe. Sun, Cahan in Emanuel (2009) so izpostavili, da je bil dohodek izvršnega direktorja pozitivno povezan z računovodskimi prihodki za podjetja z neodvisnimi komisijami za nagrajevanje kot pri družbah brez njih. Adams, Hermalin in Weisbach (2008) so odkrili, da je sestava revizijske komisije povezana s kakovostnimi finančnimi poročili. Klein (2002) proučuje, kako značilnosti revizijske komisije učinkujejo na upravljanje dohodkov in ugotavlja, da sta revizijska komisija in njena neodvisnost negativno povezani z neobičajnimi postavkami v časovnih razmejitvah. Adams, Raghunathan in Tuckman (2015) so pripravili tekstualno analizo izjav v zvezi z delegacijo dela, ki ga nadzorni sveti delegirajo svojim komisijam. Prišli so do zaključka, da so komisije pomembne za delovanje nadzornega sveta in ne morejo biti več spregledane.

Wang, Xie in Zhu (2015) so ugotovili, da izkušnje iz panoge v revizijski komisiji zmanjšujejo plačila managementa in verjetnost finančnih goljufij, medtem ko izkušnje iz panoge v komisiji za prejeme zmanjšujejo nadomestila izvršnim direktorjem.

4.5 Samoocenjevanje

Vrednotenje učinkovitosti dela nadzornih svetov je postopek ocenjevanja dela celotnega nadzornega sveta, dela posameznih članov in komisij, ki jih lahko opravi nadzorni svet na lastno pobudo ali v imenu uprave. Ocenjevanje se lahko izvaja v obliki samoocenjevanja, medsebojnega ocenjevanja ali ocenjevanja s strani uprave. Izvedeno je lahko tudi s strani komisije imenovanja ali drugih deležnikov.

Teorija pri obravnavanju ocenjevanja dela nadzornega sveta navaja predvsem pozitivne vplive ocenjevanja. Tako naj bi le-to pojasnilo vloge in dolžnosti člana ali skupine, izboljšalo odnose med upravo in nadzornim svetom, izboljšalo sprejemanje odločitev, povečalo sporazumevanje in dejavnost ter izboljšalo vodenje in timsko delo. (Rasmussen, 2015, str. 80). Z razlogi za začetek ocenjevanja pa se teorija ne ukvarja toliko.

Začetki vrednotenja učinkovitosti segajo v leto 1994, ko je Komisija Blue Ribbon objavila poročilo z naslovom »Performance Evaluation of CEOs, Boards and Directors«, leta 2000 pa je sledilo poročilo »Board Evaluation: Improving Director Effectiveness«. Borza iz Toronta je pred tem leta 1995 na petem mestu od štirinajstih najpomembnejših priporočil v Dey poročilu navedla: »Vsak upravni odbor bi moral implementirati proces, ki bi ga izvajala komisija za imenovanje ali druga primerna komisija, za ocenjevanje učinkovitosti odbora kot celote, komisije odbora in posamezne člane odbora« (Long 2006, str. 548). Danes večina evropskih kodeksov priporoča izvajanje ocenjevanja nadzornega sveta.

Vrednotenje nadzornega sveta ne pozna enega globalnega pristopa ali modela. V nekaterih državah, kot so Velika Britanija, ZDA in Indija, je samoocenjevanje NS obvezno za vse družbe, ki kotirajo na borzi. V Sloveniji samoocenjevanje nadzornega sveta ni obvezno, je pa v skladu s Kodeksom priporočljivo. Prav tako se lahko nadzorniki v Sloveniji poslužujejo Priporočnika za vrednotenje učinkovitosti nadzornih svetov, pripravljenega s strani Združenja nadzornikov v Sloveniji. Raziskava »Toward dynamic governance 2014« je pokazala, da 70 % kotirajočih družb v Evropi opravi ocenjevanje vsako leto, 8 % vsaki dve leti, 6 % vsake tri leta oziroma še več, kar 16 % pa ocenjevanja ne opravi (Heidrick & Strugles, 2014, str. 31).

4.6 Kompetence

V današnjem poslovnem svetu je uspeh družb odvisen predvsem od kakovosti človeških virov – zaposlenih. Družbe se opirajo na svoje zaposlene kot na temelj svojih sredstev, s pomočjo katerih dosegajo zastavljene cilje. Tako je za vsako družbo ključna kakovost oziroma kompetentnost zaposlenih, člani nadzornih svetov pa pri tem niso izjema.

Definicij kompetenc je skoraj toliko, kolikor je avtorjev, ki so se s kompetencami ukvarjali. Za potrebe tega magistrskega dela so kompetence razumljene kot zmožnosti posameznika, da aktivira, uporabi in poveže pridobljeno znanje v kompleksnih, raznovrstnih in nepredvidljivih situacijah (Perrenoud, 1997, v Svetlik, 2005, str. 13). Podrobneje, gre za med seboj povezane sposobnosti, znanja, motivacije, samopodobe in vrednosti, ki jih posameznik zna, hoče in zmore uporabiti v določeni situaciji. O kompetencah tako lahko govorimo šele, ko to celoto posameznikovih »značilnosti« postavimo v okvir socialnega in fizičnega okolja, v katerem posameznik opravlja določene naloge oziroma ima določeno vlogo (Kohont, 2005, str. 33–34).

Začetki proučevanja in resnejšega zavedanja pomembnosti kompetenc segajo v leto 1973, ko je McClelland (1973) v svojem članku »preverjal« primernost dotodanjih testov inteligentnosti in prišel do zaključka, da bi bilo treba te teste zamenjati s testi »kompetenc«, se pravi testi, ki bi merili izkušnje in sposobnosti posameznikov. Po njegovem mnenju je namreč posameznikova uspešnost pri opravljanju svojega poklica bolj odvisna od izkušenj in sposobnosti kot od inteligence. Med pomembnejšimi avtorji, ki so zaznamovali razvoj teorije kompetenc, je še Boyatzis, ki je v svoji knjigi proučeval kompetence managerjev. Namen njegove študije je bil ugotoviti, katere lastnosti so tiste, ki vplivajo na njihovo uspešno delovanje. Kompetence je razumel kot mešanico posameznikovega splošnega znanja, motivov, značaja, samopodobe, socialnega položaja in sposobnosti opravljati določeno delo. Modeli, ki jih je razvil, niso bili mišljeni kot pomoč pri iskanju popolnega managerja, temveč so bili namenjeni bolj spodbujanju razmišljanja o tem in opozoriti na kvantitativne razlike potrebnih lastnosti (Boyatzis, 1982, str. 8 in 23).

Med relevantnejšimi teoretiki, ki so nadaljevali s študijami kompetenc, sta še Lyle M. Spencer Jr. in Signe M. Spencer. Zagovarjala sta presojo posameznikovih znanj, osebnostnih lastnosti in izkušenj v okolju, v katerem deluje. Po njunem mnenju se kompetence izoblikujejo z delom v določeni družbi, zato jih je treba vedno ocenjevati v delovnem okolju posameznika (Spencer & Spencer, 2008, str. 14). O kompetencah posameznika tako lahko govorimo šele takrat, ko njegovo znanje, želje in sposobnosti postavimo v okvir socialnega oziroma profesionalnega okolja, v katerem deluje. Kompetence ne predstavljajo zgolj znanj in izkušenj, ki so relativno lahko preverljive, temveč tudi motive, sposobnosti in vrednote, ki so običajno »skriti« globlje v posameznikovi osebnosti in jih je težko oceniti. Kompetentnost daje posamezniku možnost, da se s svojim vedenjem uspešno prilagodi okolju, v katerem deluje, od standardov tega okolja pa je odvisno, ali bo delovanje posameznika sprejeto kot kompetentno (Kohont, 2011, str. 64–65).

Obstaja več delitev kompetenc, med katerimi je pogosta zlasti delitev na ključne oziroma generične kompetence, delovno specifične in organizacijsko specifične. Pomembno vlogo imajo tudi t. i. managerske kompetence. Ključne kompetence so tiste, ki so multifunkcionalne in uporabne v različnih primerih, okoljih in pri različnih nalogah. V nasprotju s temi so delovno specifične kompetence (kompetence, pomembne za delovanje v

točno določeni vlogi) in organizacijsko specifične (kompetence, s katerimi posameznik prilagaja svoj način delovanja v posamezni organizaciji, ne glede na to, kakšno vlogo ima). Delovno specifične kompetence so povezane z uspešnostjo posameznika v določeni vlogi, organizacijsko specifične pa z njegovo uspešnostjo v organizaciji kot celoti. Managerske kompetence pa lahko opredelimo kot zmožnost managerja, da učinkovito uporabi znanje in izkušnje, s katerimi razpolaga, pri izpolnjevanju svojih nalog na način, da dosega določen cilj – običajno uspešno poslovanje (Kohont, 2011, str. 70–73).

Po vse večjem obravnavanju kompetenc različnih avtorjev, so se vedno pogosteje začeli oblikovati tudi razni modeli kompetenc. Ti so pomembni predvsem pri upravljanju s človeškimi viri v organizacijah, saj omogočajo pridobitev boljšega kadra, ki ustreza zahtevam določene organizacije. Kompetenčni model je torej model, ki opisuje oziroma identificira ključne kompetence, potrebne za opravljanje določenih nalog ali dela znotraj organizacije. Organizacije, ki pri svojem delovanju uporabljajo kompetenčne modele, imajo več prednosti pred organizacijami, ki jih ne. Tako med pomembnejše prednosti sodijo izboljšanje pridobivanja kadrov (omogočajo boljše ocenjevanje kadrov in njihovo pozicioniranje znotraj organizacije), izboljšanje razvoja zaposlenih (omogočajo boljši razvoj in napredek posameznikov znotraj organizacije), povečanje upravljanja učinkovitosti upravljanja (prinašajo strukturo in usklajenost upravljanja), izboljšanje opredelitve potreb po usposabljanju in razvoju zaposlenih, poenotenje korporacijske kulture po posameznih enotah organizacije, vzpostavitev jasnih pričakovanj in ciljev za uspeh in druge (Vazirani, 2010, str. 125–127).

4.7 Izkušnje in izobrazba

Usposobljenost članov je ključen dejavnik kvalitete nadzornega sveta, saj je zaradi tega uspešnost vsakega podjetja pozitivno povezana z izobraženimi člani. Ti usposobljeni člani se lahko štejejo kot strateški vir (Haniffa & Cooke, 2002).

Efektivni nadzorni svet je tisti, katerega člani nadzorujejo in svetujejo poslovodstvu pri strateških odločitvah (Platt & Platt, 2012, str. 1142). Literatura navaja različne lastnosti, s katerimi lahko merimo usposobljenost posameznih članov nadzornega sveta. Le-te vključujejo izobrazbo, izkušnje, opravljenje strokovnih izpitov in poznanstva. Člani z višjo izobrazbo bodo domnevno imeli več znanja in profesionalnosti (Horton, Millo & Serafeim, 2012, str. 411). Izvršni direktorji in člani nadzornih svetov, ki poznajo druge direktorje, lahko postanejo močnejši člani poslovnega okolja (Engelberg, Gao & Parsons, 2012). Pomembna so tudi funkcionalna znanja in znanja, specifična za posamezna podjetja. Kroll, Walters in Wright (2008) so ugotovili, da družbe dosežejo boljše rezultate pri prevzemih drugih družb, če imajo znanja, značilna za posamezno panogo. Tudi trgi se pozitivno odzovejo, ko so za nove člane nadzornega sveta imenovani strokovnjaki iz računovodstva ali financ oziroma taki z znanjem panoge (Fich, 2005). Kroll, Walters in Wright (2008) so

tudi ugotovili, da člani nadzornega sveta brez ustreznih strokovnih znanj postanejo zaradi intelektualnih omejitev manj aktivni.

Papakonstantinou (2008, str. 1) je prišel do zaključka, da družbe, ki imajo v nadzornem svetu več neodvisnih članov z izkušnjami iz gospodarstva, dosežejo višje donose in konsistentno presegajo napovedi analitikov o dobičkih. Pogosto so v nadzorne svete in upravne odbore izvoljeni profesorji univerz. Tako so Francis, Hasan in Wu (2015) raziskovali povezavo med zasedanjem profesorjev v nadzornem svetu in uspešnostjo družbe. Zaključili so z ugotovitvijo, da je uspešnost družbe večja.

Nadzorni sveti in upravni odbori so pogosto kritizirani zaradi pomanjkanja finančnih izkušenj, saj le-te lahko pomembno vplivajo na njihovo učinkovitost. Strokovna literatura namreč navaja, da na učinkovitost nadzornega sveta pomembno vplivajo prav finančne izkušnje članov, saj lahko zagotovijo boljše razumevanje finančnih informacij (Kirkpatrick, 2009, str. 27), ki pripomorejo h koristnejšim finančnim nasvetom upravi (Francis, Hasan & Wu, 2012). Te sposobnosti članov nadzornih svetov so še pomembnejše v času krize. Fernandes in Fich (2009) sta ugotovila, da so finančne izkušnje članov nadzornih svetov v bankah pozitivno povezane z donosnostjo finančnih institucij v času krize. Francis, Hasan in Wu (2012) so analizirali vpliv usposobljenosti nadzornih svetov na nefinančne družbe v kriznem obdobju. Prišli so do ugotovitve, da prisotnost zunanjih finančnih strokovnjakov (namesto notranjih) pozitivno vpliva na uspešnost družbe. Te ugotovitve podpirajo argumente nekaterih teoretikov, da zunanji finančni strokovnjaki podajo boljše razumevanje finančnih informacij, ki so pomembne za delo nadzornega sveta.

4.8 Spolna raznolikost nadzornega sveta

V zadnjih dveh desetletjih je po številnih gospodarskih škandalih in takih ali drugačnih finančnih krizah raznolikost v spolu v nadzornih svetih in drugih organih družb deležna vedno večje pozornosti. Zgodnje študije so pokazale, da so bili donosi večji pri spolno raznolikih organih vodenja in nadzora (na primer Carter, Simkins & Simpson, 2003, str. 51), čeprav je na splošno spolna raznolikost v organih zelo majhna. Raziskava »Women on Boards preogress report 2017«, (Eastman, 2017, str. 3 in 9) je namreč pokazala, da v 23 % družb na MSCI ACWI Indeks¹ v organih vodenja in nadzora ni ženskih članic. Raziskava je še pokazala, da je bilo le v 28 družbah od 2.541 članic MSCI ACWI indeksa polovica ali več ženskih članic v organih vodenja in nadzora teh družb.

Adams in Ferreira (2009, str. 291) sta raziskala, da spolna raznolikost v organih vodenja in nadzora pripomore k večjemu investiranju v nadzorovanje. Ugotovila sta tudi, da so ženske

¹ MSCI ACWI (All country World Index) Indeks je pripravila MSCI Inc. (Morgan Stanley Capital International) in zajema velike in srednje družbe iz 23 razvitih trgov ter 24 trgov v razvoju, ki razpolagajo s približno 85 % globalnega kapitala.

vestnejše pri sodelovanju na sejah svetov in odborov ter da večja spolna raznolikost pripomore tudi k boljšemu sodelovanju moških na raznih sejah. Podobno sta Nielsen in Huse (2010, str. 136) ugotovila, da je prisotnost ženskih članic odborov pozitivno povezana s strateškim nadzorom odborov. Nadalje sta prišla do zaključka, da prisotnost žensk zmanjšuje možnost konfliktov znotraj samih odborov.

Spolna raznolikost na vodilnih mestih lahko izboljša finančno uspešnost družb zaradi več dejavnikov. Večje število žensk v odborih lahko prinese drugačne vrednote, prepričanja in stališča, kar lahko razširi vidike odločanja v poslovanju družb (OECD v Christiansen, Lin, Pereira, Topalova & Turk-Ariss, 2016). Kljub temu pa obstoječe raziskave ne dajejo dokončnega odgovora na vpliv spolne raznolikosti na poslovanje družb. McKinsey & Company, Inc. (2007) je dokumentiral pozitivno povezavo med prisotnostjo žensk v organih vodenja in nadzora družb na seznamu Fortune 500² in njihovo uspešnostjo. Druge študije so prav tako povezale večje število žensk v vodstvu družb z njihovimi boljšimi finančnimi dosežki. Vendar pa so poznejše študije njihove zaključke postavile pod vprašaj.

Neenakost med spoloma v nadzornih svetih in drugih organih družb je bila v zadnjem desetletju pogosta tema v novicah in na dnevnem redu zakonodajalcev po vsem svetu. V več evropskih državah so voditelji predlagali obvezne kvote za enakost spolov v nadzornih svetih. Norveška je tako že leta 2008 kot prva država članica Evropske unije uzakonila enakost spolov v organih vodenja in nadzora z minimalno zahtevo 40 % vsakega spola (Pande & Ford, 2011). Evropska komisija je nato novembra 2012 v obravnavo vložila predlog Direktive Evropskega parlamenta in sveta o zagotavljanju uravnotežene zastopanosti spolov med neizvršnimi direktorji družb, ki kotirajo na borzi, in s tem povezanih ukrepih. Predlog predvideva uvedbo obveznih kvot v državah članicah Evropske unije, in sicer minimalno 40 % zastopanja obeh spolov med neizvršnimi direktorji upravnih odborov (oziroma nadzornih svetov) v družbah, ki kotirajo na borzi. Predlog je usmerjen v neizvršne direktorje upravnih odborov in člane nadzornega sveta zato, ker le-ti niso tako neposredno povezani z vodenjem družb kot izvršni direktorji oziroma uprava. Na ta način naj bi bil prehod postopnejši. Predlog je predvideval doseg tega odstotka za javne družbe, ki kotirajo na borzi, najpozneje do 01.01.2018 in za zasebne družbe, ki kotirajo na borzi, do 01.01.2020 (ta direktiva se ne bi uporabljala za mala in srednja podjetja). Kljub temu da je od predloga minilo že več let, direktiva še vedno ni (bila) sprejeta, zato (zaenkrat) zgolj nakazuje, v kateri smeri se bo zakonodaja glede enakosti spolov v prihodnosti razvijala. Prav tako kot v Evropski uniji je bilo tudi v Sloveniji že kar nekaj govora o tem, da bi uvedli obvezne kvote zastopanja obeh spolov v gospodarstvu, vendar do tega še ni prišlo.

Medtem ko pričakujemo, da bodo obvezne kvote spodbudile enakost spolov v organih vodenja in nadzora družb, obstaja možnost, da bodo zaradi obveznih kvot nekateri člani

² Fortune 500 je seznam 500 največjih družb v Združenih državah Amerike, ki ga vsako leto sestavlja revija Fortune.

organov nekvalificirani oziroma bodo organi imeli manj kot optimalni delež članov z notranjimi izkušnjami.

Združenje nadzornikov Slovenije je leta 2011 izvedlo raziskavo o zastopanosti žensk v organih vodenja in nadzora v javnih delniških družbah v Sloveniji. Raziskava je bila izvedena na vzorcu 71 javnih delniških družb na podlagi objav v letnih poročilih teh družb v letu 2010. Po raziskavi je bila zastopanost žensk v nadzornih svetih v povprečju 16,9 %, prav tako je imelo 16,9 % družb žensko predsednico. Skoraj polovica družb oziroma 43,7 % družb, zajetih v raziskavo, v nadzornem svetu ni imelo žensk. Raziskava je tudi pokazala, da je imel povprečen nadzorni svet v Sloveniji 5,5 člana in od tega 0,9 ženske, povprečna uprava pa 2,3 člana in od tega 0,4 ženske (Združenje nadzornikov Slovenije, brez datuma).

Vodopivec (2017, str. 66–67) je analizirala zastopanost žensk v upravnih in nadzornih organih med posameznimi slovenskimi družbami ter povezavo med spolno strukturo organov vodenja in nadzora ter dejavniki, ki vplivajo na izbor članov. V vzorec je zajela 25 družb, ki so kotirale na Ljubljanski borzi v obdobju 2006–2015. Delež žensk v nadzornih svetih v opazovanem obdobju je znašal 25 %. S pomočjo panelne regresije je prišla do zaključka, da delež žensk v nadzornem svetu in velikost podjetja na uspešnost poslovanja družbe nimata pomembnega vpliva.

Po podatkih Evropskega inštituta za enakost spolov (ang. European institute for gender equality) je bilo v drugi polovici leta 2018 v državah članicah EU povprečno 29,3 % neizvršnih članov organov vodenja in nadzora v največjih javnih družbah ženskega spola. V Sloveniji je bil ta odstotek 26,9, kar jo uvršča pod povprečje. Največja zastopanost žensk v organih vodenja in nadzora (upoštevani neizvršni člani) v Evropski uniji pa imajo Francija (46,7 %), Islandija (45,2 %), Italija (43,3 %) in Norveška (40,4 %), medtem ko je najmanj žensk na omenjenih mestih v Estoniji (8 %). Ta delež se je sicer v državah članicah EU v letih od 2012 do druge polovice leta 2018 povečal s 17,2 % do že omenjenih 29,3 % in je v celotnem obdobju naraščal. Delež v Sloveniji pa je v omenjenem obdobju precej nihal. Gibal se je med 19,5 % (2012) do 26,9 % (druga polovica leta 2018). Velja omeniti, da je bila Slovenija ob vstopu v Evropsko unijo po zastopanosti žensk v organih vodenja in nadzora med vsemi državami članicami na tretjem mestu in tako krepko nad povprečjem. Če primerjamo s trenutno situacijo, se kaže, da Slovenija ni uspela slediti trendom držav članic, saj so se deleži žensk pri njih veliko hitreje povečevali kot pa v Sloveniji (European institute for gender equality, 2019).

Z vplivom prisotnosti žensk v nadzornih svetih v času krize so se ukvarjali Francis, Hasan in Wu (2012, str. 46), ki so ugotovili, da prisotnost žensk v nadzornih svetih nefinančnih družb v času krize ni vplivala na uspešnost teh družb. Nedavna raziskava Mednarodnega denarnega sklada (Sahay in drugi, 2018) pa je pokazala, da bi manjše razlike med spoloma vodile k večji stabilnosti bančnih sistemov, povečanju gospodarske rasti ter pripomogle k učinkovitejši monetarni in fiskalni politiki.

5 ANALIZA KAKOVOSTI DELA NADZORNIH SVETOV JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB V SLOVENIJI

5.1 Namen raziskovalne naloge in raziskovalna vprašanja

Namen raziskovalne naloge je analizirati kakovost dela nadzornih svetov v predkriznem, kriznem in pokriznem obdobju. Z analizo bom poskušala ugotoviti, ali se kakovost dela v navedenih obdobjih spreminja oziroma ali obstaja povezava med uspešnostjo družbe in kakovostjo nadzornega sveta. Poleg tega bom poizkušala ugotoviti, kateri so tisti indikatorji (dejavniki) kakovosti nadzora nadzornega sveta, ki so vplivali na uspešnost družb pred, med in po gospodarski krizi. Znotraj analize bom nekoliko več pozornosti namenila deležu žensk v nadzornih svetih, saj gre za aktualno tematiko in menim, da to področje še ni ustrezno urejeno in da enakopravnost med spoloma zaostaja v primerjavi z nekaterimi drugimi področji (na primer v javni upravi).

Na zgoraj naveden način bom razširila analizo iz magistrskega dela »Povezanost kakovosti nadzora, plačil nadzornim svetom in uspešnosti slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2009–2012« Kristine Nuždić iz leta 2014, in sicer tako vsebinsko kot časovno. Avtorica navedenega magistrskega dela je s pomočjo znanstvene literature ter slovenske zakonodaje in priporočil oblikovala indikatorje, na podlagi katerih je mogoče določiti kakovost nadzornega sveta. Na podlagi ugotovljenih indikatorjev je preverila, kakšen vpliv ima kakovost nadzora na uspešnost slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2009–2012 in kaj vpliva na indikatorje kakovosti nadzora.

V magistrskem delu si postavljam tri raziskovalna vprašanja, ki sem jih oblikovala na osnovi preteklih ugotovitev in empiričnih raziskav drugih avtorjev. In sicer želim z v nadaljevanju predstavljeno analizo poiskati odgovore na naslednja vprašanja:

1. Ali se je kakovost dela nadzornega sveta v času krize in po krizi spremenila v primerjavi z obdobjem pred krizo?
2. Kakšen vpliv ima kakovost dela nadzornega sveta na uspešnost družbe v kriznem in nekriznem obdobju?
3. Kateri so tisti indikatorji kakovosti dela nadzornega sveta, ki so vplivali na uspešnost družbe v celotnem opazovanem obdobju ter med krizo?

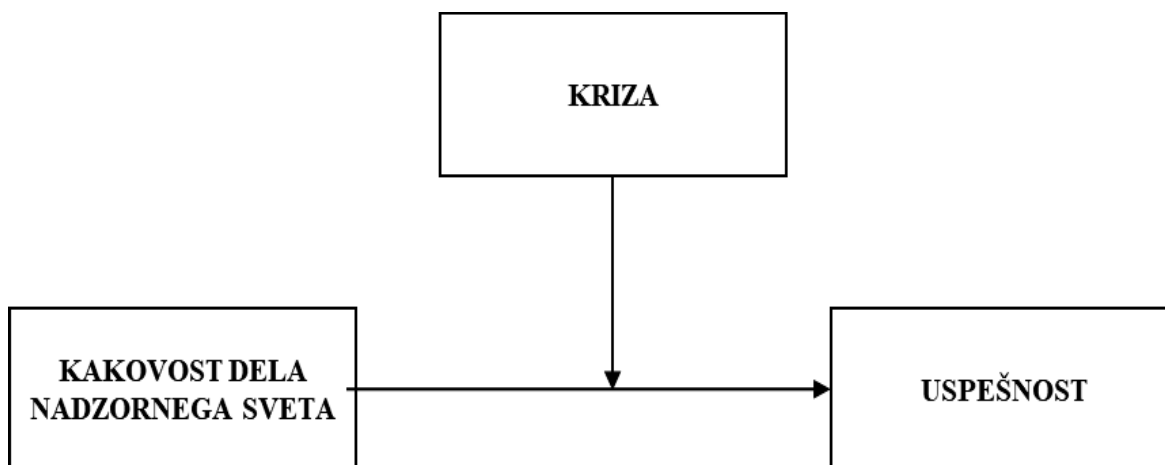
Poleg zgoraj navedenega sem za namen raziskovalne naloge postavila tudi dve hipotezi, pravilnost katerih bi rada preverila. In sicer:

- **Primarna hipoteza:** Krizno obdobje vpliva na večjo kakovost delovanja nadzornega sveta.

- **Sekundarna hipoteza:** Kakovost dela nadzornega sveta pozitivno vpliva na uspešnost družbe.

V nadaljevanju je raziskovalni model kakovosti nadzornega sveta shematsko prikazan na sliki 1.

Slika 1: Raziskovalni model kakovosti dela nadzornega sveta



Vir: lastno delo.

5.2 Opredelitev vzorca in viri podatkov

Analiza zajema podatke slovenskih javnih delniških družb, katerih vrednostni papirji so bili uvrščeni v enega izmed treh segmentov organiziranega trga vrednostni papirjev na Ljubljanski borzi v celotnem obdobju od 31.12.2005 do 31.12.2015. Del osnovnih podatkov za obdobje 2009–2012 so vzeti iz baze, ki je bila osnova za pripravo že omenjene analize »Povezanost kakovosti nadzora, plačil nadzornim svetom in uspešnosti slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2009–2012«. Zbiranje podatkov in preučevanje posameznih dejavnikov za obdobje 2005–2008 in obdobje 2013–2015 je potekalo na primerljivi ravni, vendar zaradi spremembe določenih dejavnikov sami rezultati analize niso neposredno primerljivi.

Rezultati analize temeljijo na javno dostopnih podatkih. Osrednji vir podatkov za analizo so namreč javno dostopna letna poročila družb, objavljena na spletnih straneh družb, spletnih straneh Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence (AJPES), preko sistema obveščanja Ljubljanske borze (SEONET) in poslovnega portala Gvin.com. Seznam uporabljenih letnih poročil za analizo se nahaja v Prilogi 3.

Med zbiranjem podatkov sem se soočala s težavo, da nekateri podatki niso bili javno objavljeni. Največ težav je bilo pri zbiranju kompetenc nadzornikov. Manjkajoče podatke sem poskušala pridobiti z vprašalniki, ki so bili posredovani posameznim družbam preko Združenja nadzornikov Slovenije. Posredovala sem jih 15, vrnjenih pa sem prejela 9. Nekatere družbe so izpolnjevanje vprašalnikov zavrnilo, ker so se po letu 2015 statusno preoblikovale iz delniških družb v družbe z omejeno odgovornostjo ali ker niso imele podatkov za celotno obdobje, nekatere družbe pa niso želele odgovarjati na vprašalnike. Te sem izvzela iz vzorca.

5.3 Velikost vzorca

V celotnem obdobju 31.12.2005–31.12.2015 je na Ljubljanski borzi kotiralo 41 družb, med katerimi so bile nekatere zaradi različnih razlogov izločene iz vzorca, saj sem želela oblikovati čim bolj homogen vzorec. Iz vzorca sta tako izvzeti dve družbi, ki imata enotirni sistem upravljanja (Plama Pur d.d. in Inles d.d.), 14 finančnih in investicijskih družb, katerih izključna dejavnost je pridobivanje kapitalskih deležev, ter ena banka. Prav tako v vzorec niso bile vključene družbe, ki so bile v opazovanem obdobju v likvidacijskem postopku; takšni sta bili dve (Javor Pivka d.d. in Tekstina d.d.).

Iz vzorca sem izvzela tudi investicijske družbe, ki delujejo kot investicijski skladi. Prihodki in odhodki investicijskih družb ter posredno izračunani kazalniki namreč niso primerljivi z gospodarskimi družbami, saj je osrednja dejavnost sklada zbiranje premoženja in nalaganje le-tega v različne naložbe. Prav tako z gospodarskimi družbami niso primerljivi posredno izračunani kazalniki bank in zavarovalniški družb, zato tudi teh nisem zajela v vzorec.

Po izvzetju zgoraj navedenih družb se je vzorec skrčil na 18 družb, kar sicer ni veliko, vendar dovolj za opravo longitudinalne študije, zaradi česar sem se tudi omejila na analiziranje obdobja do leta 2015, saj bi se v nasprotnem primeru vzorec družb še dodatno skrčil, saj bi bilo število družb, ki so kotirale v celotnem obdobju od leta 2005 do leta 2016 oziroma 2017, manjše še za tri (Alpetour d.d., Pivovarna Laško d.d. in Žito d.d.). Družbe, zajete v vzorec, so predstavljene v tabeli 1.

Tabela 1: Seznam družb, vključenih v vzorcu

Zap.št.	Oznaka vrednostnega papirja	Naziv družbe	Začetek kotacije
1	APAG	ALPETOUR, POTOVALNA AGENCIJA d.d.	02.08.2000
2	DPRG	DELO PRODAJA d.d.	12.02.2001
3	GSBG	TOVARNA OLJA GEA d.d.	30.07.1996

se nadaljuje

Tabela 1: Seznam družb, vključenih v vzorcu (nad.)

Zap.št.	Oznaka vrednostnega papirja	Naziv družbe	Začetek kotacije
4	GRVG	GORENJE d.d.	02.06.1998
5	IEKG	INTEREUROPA d.d.	12.01.1998
6	ITBG	ISTRABENZ d.d.	03.02.1997
7	MTSG	KOMPAS MTS d.d.	08.12.2000
8	KRKG	KRKA d.d.	10.02.1997
9	LKPG	LUKA KOPER d.d.	20.11.1996
10	MKOG	MELAMIN d.d.	23.09.1996
11	MELR	MERCATOR d.d.	04.04.1996
12	MAJG	MLINOTEST d.d.	03.04.2000
13	NALN	NAMA d.d.	30.04.2004
14	PETG	PETROL d.d.	05.05.1997
15	PILR	PIVOVARNA LAŠKO d.d.*	01.02.2000
16	SAVA	SAVA d.d.	06.01.2000
17	ZDDG	TERME DOBRNA d.d.	05.07.1999
18	ZTOG	ŽITO d.d.*	20.03.2000

Legenda: * Družba se je po letu 2015 statusno preoblikovala iz delniške družbe v družbo z omejeno odgovornostjo; ** V letu 2016 sta se družbi Pivovarna Laško d.d. in Pivovarna Union d.d. združili v eno pravno osebo Pivovarna Laško Union d.o.o.

Prirejeno po Ljubljanska borza d.d. (brez datuma k) in Ljubljanska borza d.d. (brez datuma l).

5.4 Razdelitev analiziranega obdobja

Analizirala sem 11-letno obdobje med leti 2005 in 2015. Razdelila sem ga na krizno in nekrizno obdobje, nekrizno pa sem razdelila še na dve podobdobji, in sicer na obdobje pred začetkom krize in obdobje po zaključku krize. Obdobja sem razdelila na podlagi makroekonomskih kazalcev, ki jih objavlja Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR). Krizno obdobje vključuje leta med 2009 in 2013, ko se je stopnja brezposelnosti povišala ter je gospodarska rast postala negativna (2009), obdobje pred začetkom krize vključuje leta med 2005 in 2008, ko je bila gospodarska rast v Sloveniji pozitivna, obdobje po krizi pa vključuje leti 2014 in 2015, ko so se gospodarske razmere izboljšale ter je gospodarska rast ponovno začela rasti.

Tabela 2 podrobneje prikazuje gibanje makroekonomskih trendov v Sloveniji in opredelitev analiziranih obdobj.

Tabela 2: Izbrani makroekonomski kazalniki v Sloveniji v obdobju 2005–2015 in opredelitev analiziranih obdobji

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rast BDP, v %	4	5,7	6,9	3,3	-7,8	1,2	0,6	-2,7	-1,1	3	2,3
Stopnja registrirane brezposelnosti	10,2	9,4	7,7	6,7	9,1	10,7	11,8	12	13,1	13,1	12,3
Stopnja inflacije (konec leta), v %	2,3	2,8	5,6	2,1	1,8	1,9	2	2,7	0,7	0,2	-0,5
Analizirana obdobja	Nekrizno obdobje: obdobje pred gospodarsko krizo				Krizno obdobje: obdobje gospodarske krize				Nekrizno obdobje: obdobje po gospodarski krizi		

Vir: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (2018).

5.5 Merjenje spremenljivk

V tem poglavju bom predstavila spremenljivke, ki so vključene v raziskavo, in uporabljeno mersko lestvico.

5.5.1 Neodvisne spremenljivke

5.5.1.1 Kompetence

Kompetence so seštevki dveh spremenljivk, in sicer izobrazbe ter izkušenj in lahko dosežejo maksimalno vrednost indeksa 8:

- Izobrazba** je del kompetenc, ki predstavlja formalno izobrazbo, ki jo je posamezen član dosegel, in se deli na srednješolsko, univerzitetno, magisterij in doktorat. Glede na doseženo stopnjo izobrazbe je posamezen član dobil točke. Srednješolska izobrazba je predstavljal eno točko, univerzitetna dve, magisterij tri in doktorat štiri točke. Da lahko primerjamo izobrazbo članov nadzornih svetov med družbami, je izračunana povprečna izobrazba nadzornega sveta v družbi.
- Izkušnje** so merjene na podlagi (i) števila članov nadzornega sveta, ki imajo izkušnje z istega trga oziroma iz iste panoge, v kateri deluje nadzorovana družba, (ii) števila članov nadzornega sveta, ki imajo preteklo oziroma sedanje izkušnje iz zaposlitve nadzorovane družbe, (iii) števila članov nadzornega sveta, ki imajo izkušnje kot člani uprave v drugi

družbi, in (iv) števila članov nadzornega sveta, ki imajo izkušnje iz dela v nadzornih svetih v drugi družbi.

5.5.1.2 Neodvisnost

Neodvisnost je merjena po kriterijih priporočil. V primeru da je član neodvisen, mu pripada 1 točka, v nasprotnem primeru mu pripada 0 točk. Neodvisnost nadzornega sveta je izračunana kot skupno povprečje članov nadzornega sveta. Maksimalna vrednost, ki jo lahko družba doseže, je 1.

Tu je treba opozoriti, da sem neodvisnost merila v skladu s Kodeksom, ki je veljal v času od 01.01.2010 do 31.12.2016 (Ljubljanska borza d.d., Združenje nadzornikov Slovenije & Združenje manager, 2009). V času zbiranja in analiziranja podatkov namreč »novi« Kodeks, ki velja od 01.01.2017, še ni bil veljaven. V Prilogi C: Nasprotja interesov Kodeks določa kriterije, ki morajo biti izpolnjeni, da pri posameznih članih nadzornega sveta (ali uprave) ne bi prišlo do nasprotja interesov oziroma drugače rečeno, da bi bili neodvisni. Težava, ki se mi je med analiziranjem pokazala, je, kako obravnavati člane nadzornega sveta, ki so predstavniki delavcev in torej zaposleni v družbi. V točki b) poglavja C.3 Priloge C Kodeks določa, da »...člani nadzornega sveta ne smejo biti zaposleni v družbi ali povezani družbi in niso bili na takšnem položaju v zadnjih treh letih, razen v primeru, če neizvršni direktor ali član nadzornega sveta ni višji kader in je bil izvoljen v upravni odbor ali nadzorni svet v okviru sistema delavskega predstavništva, ki ga priznava zakon, in hkrati zagotavlja ustrezno zaščito pred nezakonitim odpustom ter drugimi oblikami nepravilnega ravnanja.« Iz navedenega je razvidno, da člani nadzornega sveta načeloma ne smejo biti zaposleni v družbi, razen v primeru z zakonom priznanega sistema delavskega predstavništva. Tudi v tem primeru morata biti izpolnjena še dva pogoja, in sicer da tak delavec ni višji kader in da mu tak sistem delavskega predstavništva zagotavlja ustrezno zaščito pred nezakonitim odpustom ter drugimi oblikami nepravilnega ravnanja. Preverjanje navedenih pogojev je za nekoga, ki ni del posamezne družbe, praktično nemogoče, saj je predvsem zaščita pred nezakonitim in nepravilnim ravnanjem odvisna od dejanskih okoliščin vsakega posameznega delavskega predstavnika, ki so poznana zgolj njemu in vodstvu družbe oziroma morebitnemu širšemu kolektivu družbe. Zaradi vsega navedenega sem se zato odločila, da bom vse delavske predstavnike v nadzornih svetih štela kot odvisne člane.

Neodvisnost v skladu s trenutno veljavnim Kodeksom je podrobneje opisana v poglavju 2.4. Od tam predstavljenih kriterijev o nasprotju interesov se kriteriji iz prej veljavnega Kodeksa, ki sem jih uporabila v predmetni analizi, ne razlikujejo bistveno. Je pa rahlo spremenjen ravno kriterij nasprotja interesov pri zaposlenih delavcih. V skladu s sedaj veljavnim Kodeksom je namreč lahko član nadzornega sveta zaposlen v družbi, če je bil izvoljen v okviru delavskega predstavništva, ki ga zahteva zakon, in ni vodilni delavec. V primerjavi z zgoraj opisanim prej veljavnim določilom o delavskih predstavnikih se zdi, da je trenutno veljavni Kodeks besedilo omilil.

5.5.1.3 Spolna raznolikost

Spolna raznolikost je merjena s številom žensk v nadzornem svetu. Kadar je član nadzornega sveta ženska, se mu pripiše vrednost 1, kadar je moški 0. Na koncu je izračunano povprečje za nadzorni svet kot celoto in s tem maksimalna možna vrednost 1.

5.5.1.4 Samoocenjevanje

Vrednotenje učinkovitosti dela nadzornih svetov oziroma samoocenjevanje je notranji postopek ocenjevanja dela celotnega nadzornega sveta, dela posameznih članov in dela komisij, ki ga opravi nadzorni svet sam. Namen samoocenjevanja je izboljšanje standarda dela članov nadzornega sveta in s tem izboljšanje dobre prakse korporativnega upravljanja v družbi.

V primeru da je nadzorni svet opravil oceno svojega dela, družba dobi vrednost 1, v nasprotnem primeru pa vrednost 0.

5.5.2 Odvisna spremenljivka

Odvisno spremenljivko predstavlja uspešnost družbe, ki je merjena z različnimi kazalniki; izmerila sem jo s kazalnikom donosnosti sredstev, dobičkonosnosti kapitala in profitne marže. Omenjeni kazalniki veljajo za ene najpogosteje uporabljenih in najsplošnejših finančnih kazalnikov:

- **Kazalnik donosnosti sredstev (ang. Return on Assets, v nadaljevanju ROA)** izraža razmerje med čistim dobičkom (ali izgubo) in sredstvi. Pokaže nam, kako uspešno je poslovodstvo pri upravljanju z obstoječimi sredstvi. Pove, koliko čistega dobička podjetje zasluži z obstoječimi sredstvi.
- **Kazalnik dobičkonosnosti kapitala (ang. Return on Equity, v nadaljevanju ROE)** izraža razmerje med čistim dobičkom (ali izgubo) in zanj vloženim kapitalom. Iz vidika lastnikov podjetja eden izmed najpomembnejših kazalnikov, saj pokaže, kako dobro je poslovodstvo podjetja upravljalo s premoženjem lastnikov.
- **Neto profitna marža ali dobičkonosnost prihodkov** kaže razmerje med čistim dobičkom in čistimi prihodki od prodaje. Z vidika lastnikov je pomemben finančni kazalnik, ki kaže, koliko dobička ostane lastnikom po odbitju vseh stroškov.
- **Rast cene delnice** kaže, koliko se je cena delnice v primerjavi s predhodnim letom povečala oziroma zmanjšala.

5.6 Metode raziskovanja

Za testiranje raziskovalnih vprašanj in hipotez sem uporabila naslednje raziskovalne metode: opisno statistiko, korelacijsko analizo ter panelno regresijo.

Kot že večkrat omenjeno, sem analizirala družbe v obdobju 2005–2015. Podatki, kjer opazujemo več spremenljivk v dveh ali več časovnih obdobjih, so panelni podatki, imenovani tudi longitudinalni podatki (ang. longitudinal data) ali presečne časovne vrste (ang. cross-sectional time series data). Vsebujejo dve vrsti informacij, in sicer informacije, vsebovane v časovnih vrstah posameznih spremenljivk, ki govorijo o spremembah te spremenljivke v času, ter informacije, ki se nanašajo na določeno obdobje in se odražajo v razlikah med spremenljivkami. Prednosti teh različnih vrst informacij lahko zajamemo s pomočjo panelne regresije (Gujarati, 2003, str. 636). Ta ima dve metodi – osnovno metodo za analizo panelnih podatkov predstavlja model stalnih učinkov (ang. fixed effects regression), drugo pa model naključnih učinkov (ang. random effects).

Model stalnih učinkov se uporablja v primeru analize spremenljivk, ki se spreminjajo v času. Z njim raziskujemo povezavo med odvisnimi in neodvisnimi spremenljivkami znotraj enote v vzorcu (država, ljudje, družba in drugo), z njegovo uporabo pa želimo nadzorovati individualne učinke znotraj posamezne enote, ki lahko vplivajo na odvisne ali neodvisne spremenljivke, seveda ob predpostavki, da te obstajajo. Navedeno je smisel predpostavke o korelaciji slučajne napake enote z neodvisnimi spremenljivkami. Z metodo stalnih učinkov tako odstranimo učinek teh časovno nespremenljivih značilnosti in lahko ocenimo neto učinke neodvisne spremenljivke na odvisno. Pomembna predpostavka te metode je tudi, da so časovno nespremenljive značilnosti edinstvene v posamezni enoti in jih ne bi smeli korelirati z drugimi značilnostmi te enote. Vsaka posamezna enota je namreč različna, zato slučajna napaka enote in konstanta (ki vključuje značilnosti le-te) ne bi smeli biti korelirani z drugimi (Torres-Reyna, 2007). Slabost modela pa je, da ni mogoče vključiti spremenljivk, ki se v času ne spreminjajo, kot je to mogoče pri metodi slučajnih učinkov.

Model slučajnih učinkov predpostavlja, da so razlike med enotami slučajne in nepovezane z odvisnimi ali neodvisnimi spremenljivkami ter da imajo razlike med enotami vpliv na odvisno spremenljivko (Torres-Reyna, 2007).

Za določitev uporabe pravilnega modela nam pomaga Hausmanov test, s katerim testiramo ničelno hipotezo, da so koeficienti, ocenjeni z metodo naključnih učinkov, enaki kot tisti, ki so ocenjeni z metodo stalnih učinkov. Enačbo in izračun Hasmanovega testa sem ocenila s panelno regresijo v programskem paketu STATA.

Enačba 1 prikazuje splošni linearni regresijski model z večjim številom neodvisnih spremenljivk, ki je osnova za empirično analizo.

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 * X_{i,t} + \beta_2 * X_{i,t} + \dots + \beta_n * X_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

Y_i – odvisna spremenljivka (regresant, pojasnjevalna spremenljivka)

i – preučevana enota

t – leto

$X_1, X_2 \dots$ – neodvisne spremenljivke (regresorji, pojasnjevalne spremenljivke)

α – regresijska konstanta

β_1, β_2 – regresijski koeficienti neodvisnih spremenljivk

u – napaka

n – število neodvisnih spremenljivk v modelu

5.7 Opisne statistike in primerjalna analiza kriznega in nekriznega obdobja

V naslednjih podpoglavjih so predstavljeni rezultati primerjave in časovnega gibanja sprememb, nastalih v obdobju 2005–2015, za vse indikatorje kakovosti nadzora. Kot že zgoraj opisano, sem opazovano obdobje razdelila na tri krajša obdobja – predkrizno, krizno in pokrizno. S tem sem prikazala gibanje spremenljivk v posameznem obdobju. Za povprečno vrednost posameznih spremenljivk sem preverila, ali obstajajo statistično značilne razlike med predkriznim, kriznim in pokriznim obdobjem. Statistično značilne razlike o aritmetični sredini sem preverila z analizo variance oziroma s testom ANOVA.

Test ANOVA ima določene pogoje, ki morajo biti izpolnjeni, da je zanesljiv in verodostojen. Prvi pogoj je, da so podatki porazdeljeni normalno, drugi pa je homogenost varianc. To pomeni, da morajo biti variance populacij za vsako skupino enake oz. med njimi ne sme obstajati statistično pomembna razlika, za kar uporabimo Levenov test homogenosti varianc. V primeru kršitve drugega pogoja o homogenosti varianc sem pri izračunu razlik uporabila robustni Welchov test za enakost povprečja.

S testom ANOVA in Welchovim testom ugotovimo, ali se statistični vzorci med seboj razlikujejo ali ne, ne pove pa nam, kateri dve skupini se med seboj razlikujeta (Sagadin, 2003). To sem preverila s post hoc testi, v kolikor so obstajale statistično značilne razlike.

5.7.1 Izobrazba nadzornih svetov

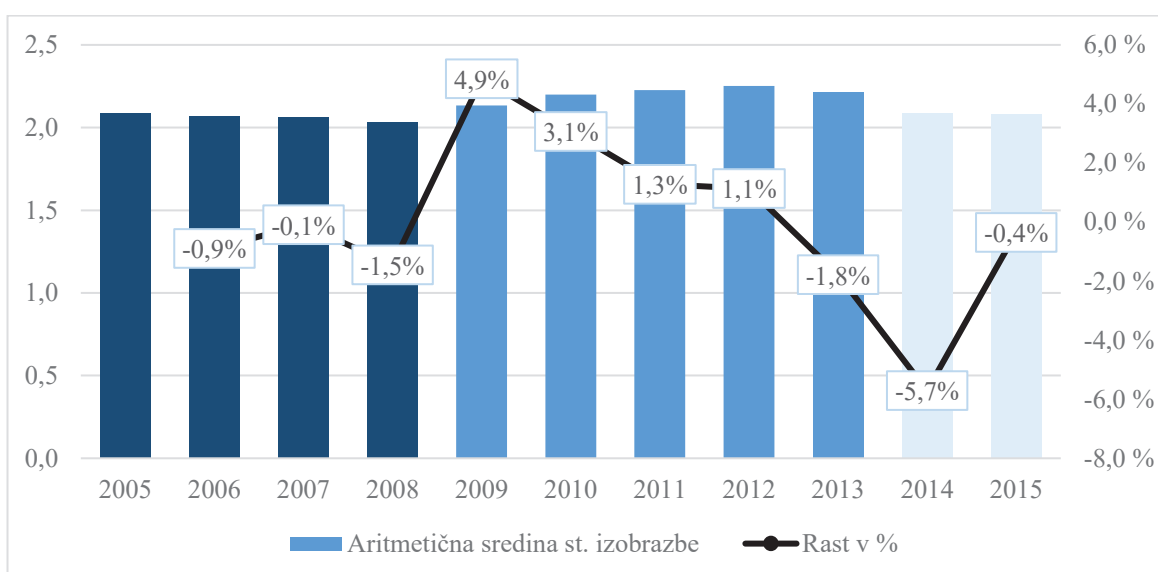
Izobrazba predstavlja prvi del kompetenc nadzornikov, pri čemer lahko družba doseže najvišjo vrednost 4. Iz tabele 3, ki prikazuje opisne statistike za izobrazbo, je razvidno, da v obdobju 2005–2015 je bila povprečna vrednost aritmetične sredine 2,13, kar pomeni, da je imela večina nadzornikov sedmo stopnjo izobrazbe. Izobrazba članov se je v vseh treh obdobjih gibala na primerljivi ravni in ni bilo bistvenih sprememb, kar je razvidno na sliki 2. Slika 2 prikazuje graf gibanja aritmetične sredine stopnje izobrazbe in njeno rast. Razlika med obdobji ni statistično pomembna, stopnja tveganja pa je večja od 0,05. Najvišja vrednost v kriznem obdobju je znašala 3,17 in se je nanašala na družbo Pivovarna Laško. Najnižjo vrednost sta imeli družba Delo Prodaja ter Kompas MTS, katerih vrednost je znašala 1,33. Najvišjo stopnjo izobrazbe imajo predstavniki kapitala, ki imajo večinoma sedmo stopnjo izobrazbe, na drugi strani pa imajo predstavniki delavcev večinoma četrto stopnjo izobrazbe.

Tabela 3: Opisne statistike za spremenljivko izobrazba

IZOBRAZBA	Min.	Maks.	Aritmetična sredina	Standardni odklon	F-test	Stopnja značilnosti
Obdobje pred krizo	1,33	3,00	2,06	0,349	2,783	0,64
Krizno obdobje	1,33	3,17	2,20	0,431		
Obdobje po krizi	1,33	3,20	2,08	0,439		
Skupaj	1,33	3,20	2,13	0,408		

Vir: lastno delo.

Slika 2: Izobrazba nadzornega sveta skozi opazovano obdobje 2005–2015



Vir: lastno delo.

5.7.2 Izkušnje nadzornih svetov

Izkušnje predstavljajo drugi del kompetenc članov nadzornega sveta, vključujejo pa štiri različne vrste. In sicer izkušnje iz istega sektorja oz. panoge kot je nadzorovana družba, pretekle ali sedanje izkušnje iz družbe, ki jo nadzirajo, ter število članstev v upravah in nadzornih svetih v drugih družbah. Najvišja vrednost, ki jo družba pri tem kazalniku lahko doseže, je štiri. V tabeli 4 s prikazane opisne statistike za spremenljivko izkušnje po posameznih obdobjih.

Najvišja vrednost v kriznem obdobju je znašala 2,44 in se je nanašala na družbo Sava. Najnižja vrednost se je nanašala na družbo Kompas MTS, katere vrednost je znašala 0, saj je imela družba v obdobju 2007–2009 le dva člana nadzornega sveta in je bila brez predstavnika delavcev, kar bi vplivalo na dvig izkušenj. Predstavniki delavcev namreč avtomatično prejmejo eno točko, saj imajo sedanje oz. pretekle izkušnje iz družbe.

Tabela 4: Opisne statistike za spremenljivko izkušnje

IZKUŠNJE	Min.	Maks.	Aritmetična sredina	Standardni odklon	F-test	Stopnja značilnosti
Obdobje pred krizo	0,00	2,33	1,61	0,46	5,244	0,006
Krizno obdobje	0,00	2,44	1,81	0,368		
Obdobje po krizi	1,00	2,33	1,65	0,302		
Skupaj	0,00	2,44	1,71	0,402		

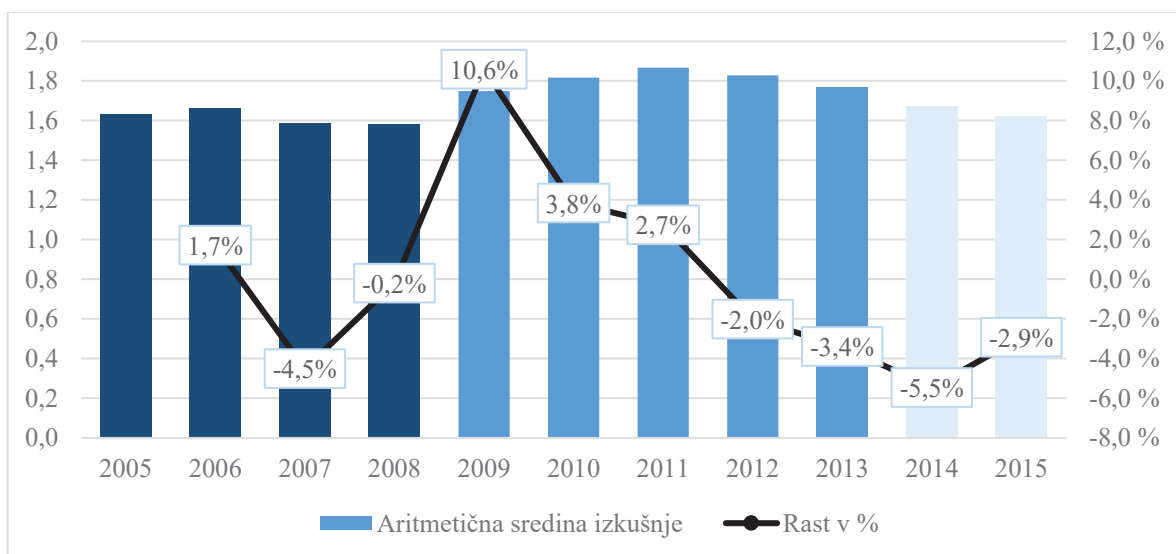
Vir: lastno delo.

Na podlagi testa enosmerne analize varianc ANOVA obstajajo med posameznimi obdobji statistično pomembne razlike spremenljivke izkušnje članov nadzornega sveta, saj je stopnja značilnosti pod mejo 0,05. S post hoc testom sem preverila, v katerem obdobju prihaja do statistično značilnih razlik. Pri analizi sem uporabila Tukey post hoc test, ki je pokazal, kateri pari skupin se statistično razlikujejo med seboj, izbrala pa sem ga, ker so predpostavke za test normalna porazdelitev podatkov in neodvisnost spremenljivk. Najpogosteje se ga uporablja v primerih, ko imamo enostavne podatke, omogoča pa uporabo tudi takrat, ko katera izmed opisanih predpostavk ni izpolnjena.

Tukeyjev post hoc test v tabeli 3 Priloge 1 je pokazal, da obstajajo statistično značilne razlike med kriznim in predkriznim obdobjem.

Na sliki 3 v nadaljevanju je prikazano gibanje aritmetične sredine izkušenj skozi celotno opazovano obdobje 2005–2015.

Slika 3: Izkušnje nadzornega sveta skozi opazovano obdobje 2005–2015



Vir: lastno delo.

5.7.3 Kompetence nadzornih svetov

Kompetence vključujejo izobrazbo ter izkušnje članov. Indeksirala sem jih na način, da lahko družba doseže najvišjo možno vrednost 8. V tabeli 5 so prikazane opisne statistike za spremenljivko kompetence. Kazalec v vseh treh obdobjih v povprečju dosega vrednost 3,84, kar je manj kot polovica. V kriznem obdobju se je kazalec malenkostno povečal, in sicer je v povprečju znašal 4,01, kar je 0,17 indeksne točke več od povprečja celotnega obdobja 2005–2015.

Rezultati F-testa v tabeli 5, ki prikazuje opisne statistike za spremenljivko kompetence, nam povedo, da obstajajo statistično značilne razlike v kompetencah članov nadzornih svetov med opazovanimi obdobji. Na podlagi Tukeyjevega post hoc testa, predstavljenega v tabeli 6 Priloge 1, sem ugotovila, da prihaja do statistično značilne razlike med kompetencami članov v kriznem obdobju v primerjavi s predkriznim obdobjem.

Tabela 5: Opisne statistike za spremenljivko kompetence

KOMPETENCE	Min.	Maks.	Aritmetična sredina	Standardni odklon	F-test	Stopnja značilnosti
Obdobje pred krizo	2,00	4,60	3,68	0,58	7,546	0,001
Krizno obdobje	2,00	5,00	4,01	0,59		
Obdobje po krizi	2,50	5,00	3,73	0,513		
Skupaj	2,00	5,00	3,84	0,593		

Vir: lastno delo.

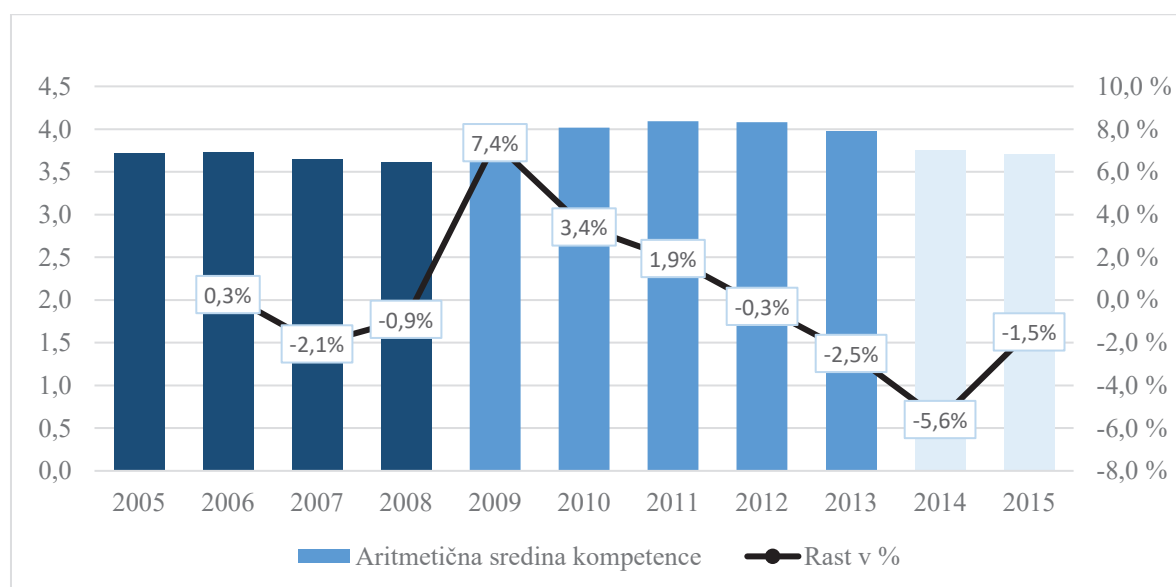
$$\text{Kompetence} = \text{izobrazba} + \text{izkušnje} = 2,13 + 1,71 = 3,84 \quad (2)$$

Kot je razvidno iz enačbe 2, kazalec kompetence v povprečju vključuje višjo vrednost izobrazbe kot izkušenj, kar pa ne velja za vse družbe. Družbe Alpetour, Intereuropa, Mlinotest in Sava imajo v opazovanem obdobju v povprečju višjo vrednost izkušenj kot izobrazbe.

Slika 4 prikazuje gibanje aritmetične sredine kompetenc v celotnem opazovanem obdobju. Iz nje je razvidno, da so se v letu 2009 kompetence začele povečevati. Največje povišanje v kriznem obdobju v primerjavi s predkriznim so imele družbe Pivovarna Laško, Intereuropa, Istrabenz in Petrol. Na drugi strani so se kompetence v družbi Nama in Delo Prodaja v primerjavi z obdobjem pred krizo najbolj znižale prav v kriznem obdobju.

Po letu 2013 oziroma po obdobju krize so se kompetence članov nadzornega sveta začele zmanjševati. Padeč kompetenc je bil prisoten v kar 14 družbah oziroma 78 % celotnega opazovanega vzorca. V obdobju po krizi so se kompetence najbolj znižale v družbah Intereuropa, Istrabenz, Nama, Terme Dobrna in Žito. Do zmanjšanja je prišlo zaradi dveh razlogov. V družbi Terme Dobrna je skupščina delničarjev spremenila statut na način, da se je število članov nadzornega sveta zmanjšalo s šest na tri; družba je tako ohranila tri člane nadzornega sveta, preostali trije, ki so imeli veliko izkušenj, pa so izgubili svoj položaj. V preostalih omenjenih družbah so se kompetence zmanjšale predvsem zaradi zamenjave obstoječih članov s člani z nižjo stopnjo izobrazbe.

Slika 4: Kompetence nadzornega sveta skozi opazovano obdobje 2005–2015



Vir: lastno delo.

5.7.4 Neodvisnost nadzornih svetov

V skladu z obrazloženim v podpoglavju 5.5.1.2. sem vse delavske predstavnike štela kot odvisne člane nadzornega sveta. 79. člen Zakona o sodelovanju delavcev pri upravljanju (ZSDU), Ur.l. RS št. 42/07 – uradno prečiščeno besedilo in 45/08 – ZArbit, določa, da število predstavnikov delavcev v nadzornem svetu ne sme biti manjše od ene tretjine članov in ne večje od polovice vseh članov. Glede na to je bil določen najvišji možni delež neodvisnih članov v nadzornem svetu 0,67. V povprečju je za vse družbe v obdobju 2005–2015 delež neodvisnih članov v nadzornem svetu 0,48, s čimer se ne izpolnjuje priporočilo Kodeksa, da nadzorni svet sestavljajo neodvisni člani. Nobenega neodvisnega člana nadzornega sveta nima družba Nama (v obdobju 2010–2013) ter Laško (leta 2013). Največji delež neodvisnih članov je 0,67, ki ga dosega 10 družb vsaj v enem letu posameznega obdobja. Povprečja med obdobji se gibljejo od 0,47 do 0,51, razlike med posameznimi obdobji niso statistično pomembne, stopnja tveganja znaša 25,6 %.

V primeru da bi razpolagala z vsemi podatki, na podlagi katerih bi lahko kot neodvisne opredelila tudi predstavnike delavcev v nadzornem svetu, bi bili rezultati drugačni, predvsem bi bila stopnja neodvisnosti članov nadzornega sveta večja. Obstaja možnost, da bi več družb izmed desetih, ki so imele delež neodvisnih članov 0,67, imele v določenih letih v resnici stopnjo neodvisnosti 1.

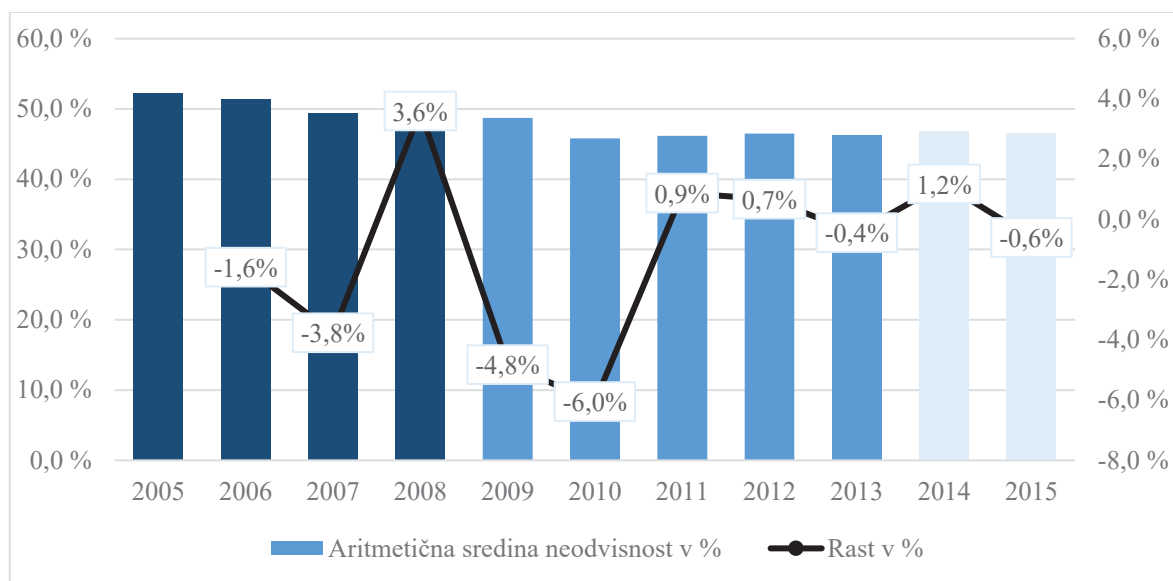
V tabeli 6 so prikazane opisne statistike za spremenljivko neodvisnost, slika 5 pa prikazuje gibanje vrednosti aritmetične sredine spremenljivke neodvisnost in njeno rast.

Tabela 6: Opisne statistike za spremenljivko neodvisnost

NEODVISNOST	Min.	Maks.	Aritmetična sredina	Standardni odklon	F-test	Stopnja značilnosti
Obdobje pred krizo	0,00	0,67	0,51	0,15	1,373	0,256
Krizno obdobje	0,00	0,67	0,47	0,179		
Obdobje po krizi	0,00	1,00	0,47	0,22		
Skupaj	0,00	0,67	0,48	0,178		

Vir: lastno delo.

Slika 5: Gibanje vrednosti spremenljivke neodvisnosti v obdobju 2005–2015



Vir: lastno delo.

5.7.5 Spolna raznolikost nadzornih svetov

Naslednja spremenljivka, ki je del raziskovalnega modela, je spolna raznolikost, ki vključuje delež žensk v posameznem nadzornem svetu družbe. Najvišja vrednost, ki jo lahko ta neodvisna spremenljivka doseže, je vrednost ena, najnižja pa vrednost nič.

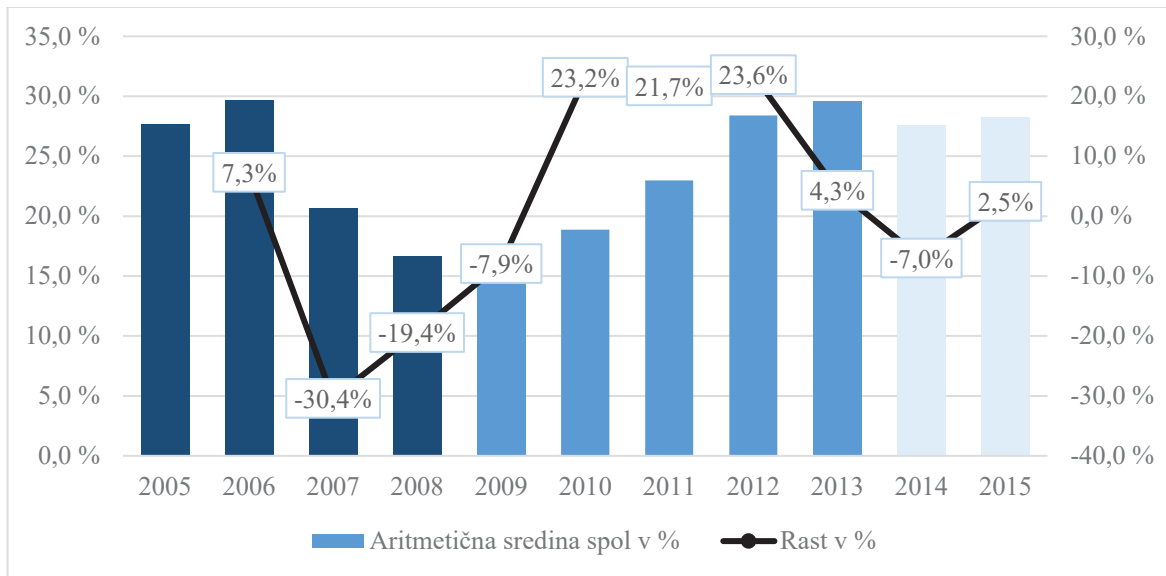
Iz tabele 7 je razviden prikaz opisnih statistik za neodvisno spremenljivko zastopanosti žensk. V povprečju so družbe iz vzorca v nadzornem svetu v obdobju krize imele 23 % žensk, v obdobju pred krizo 24 %, v obdobju po krizi pa 28 %. Razlika med obdobji ni statistično značilna ($F = 0,969$, $p = 0,381$). Delež žensk med člani v nadzornih svetih družb iz vzorca se v opazovanih obdobjih povečuje. Maksimalni delež žensk v nadzornem svetu, ki so ga družbe v vzorcu dosegle, je 0,67 % in se nanaša na družbi Delo Prodaja in GEA, v kriznem obdobju pa na družbo Melamin. Visok delež je bil dosežen, ker so omenjene družbe manjše in so skozi opazovano obdobje imele v nadzornem svetu le tri člane.

Tabela 7: Opisne statistike za spremenljivko spolna raznolikost v obdobju 2005–2015

SPOL	Min.	Maks.	Aritmetična sredina	Standardni odklon	F-test	Stopnja značilnosti
Obdobje pred krizo	0,00	0,67	0,24	0,189	0,969	0,381
Krizno obdobje	0,00	0,67	0,23	0,169		
Obdobje po krizi	0,00	0,67	0,28	0,191		
Skupaj	0,00	0,67	0,24	0,18		

Vir: lastno delo.

Slika 6: Vrednost spremenljivke spolna raznolikost v obdobju 2005–2015



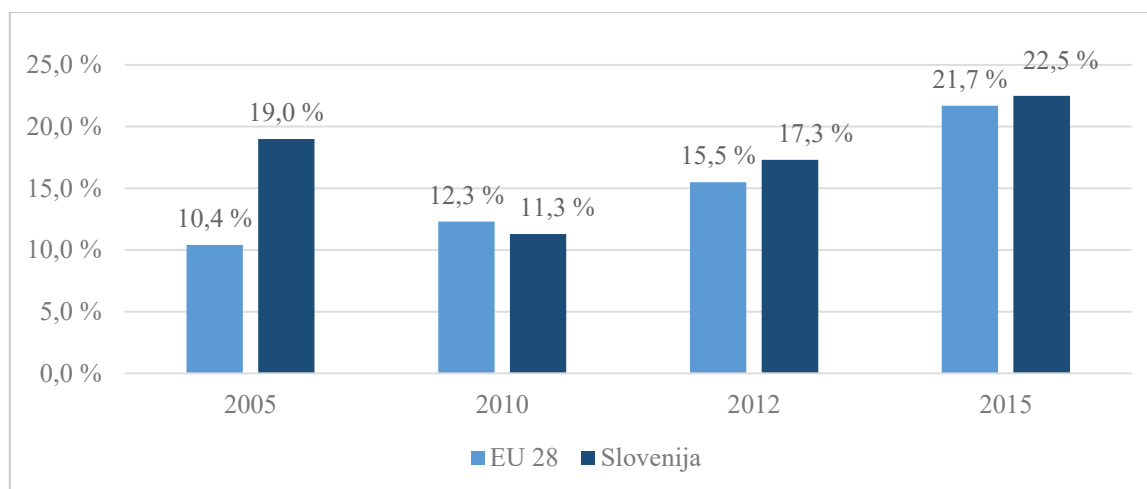
Vir: lastno delo.

Slika 6 prikazuje gibanje aritmetične sredine vrednosti spremenljivke spolna raznolikost in njeno rast. Kot je razvidno iz slike 6, je bila zastopanost žensk v nadzornih svetih v opazovanem obdobju različna. Povprečna zastopanost žensk je bila najvišja v letih 2006 in 2013, ko je znašala 30 %, najmanjša pa leta 2009, ko je znašala 15 %.

Nizke vrednosti spremenljivke nakazujejo na dejstvo, da v Sloveniji pri članstvu v nadzornih svetih še vedno vlada nesorazmerje med spoloma ter da je ženskih članic nadzornega sveta še vedno veliko manj od priporočenih 40 %.

Slika 7 prikazuje podatke o deležu žensk v nadzornih svetih večjih javnih družb v Sloveniji in Evropski uniji v obdobju 2005–2015. Podatki so bili pridobljeni pri Evropskem inštitutu za enakost spolov (ang. European institute for Gender Equality – EIGE), ki si prizadeva za uveljavitev enakosti spolov v Evropski uniji in drugod.

Slika 7: Delež žensk v nadzornih svetih v EU 28 in Sloveniji v obdobju 2005–2015



Vir: Evropski inštitut za enakost spolov, Podatkovna baza statistike spola, 2019.

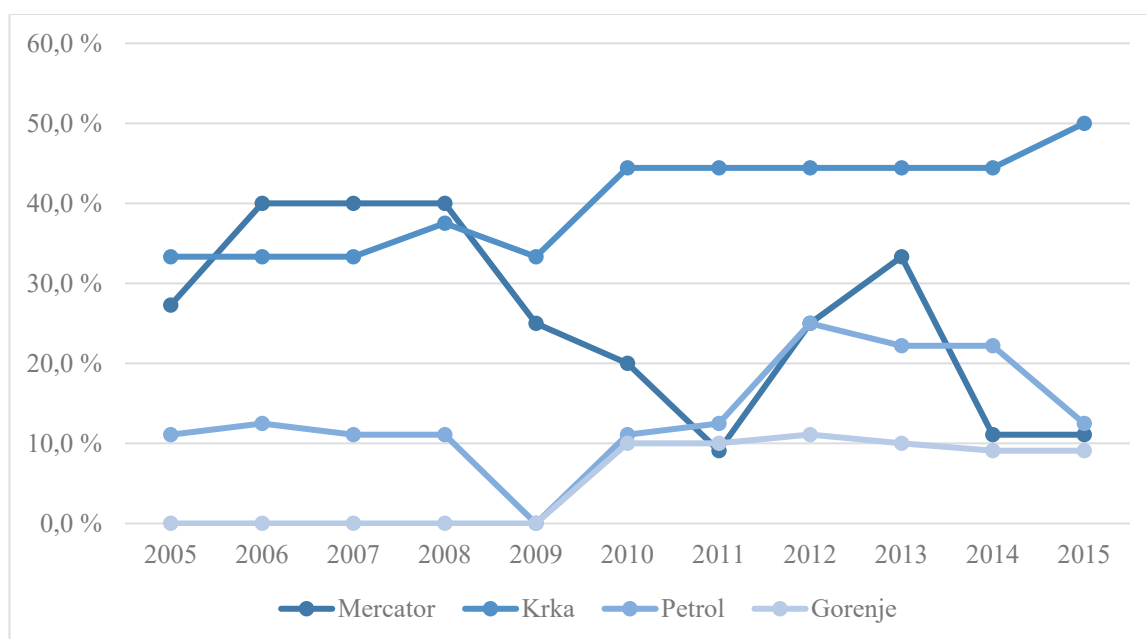
Podatki kažejo, da se delež žensk v nadzornih svetih v Evropski uniji v zadnjih desetih letih konstantno povečuje. Prav tako se povečuje delež žensk v nadzornih svetih v Sloveniji, čeprav se je ta v obdobju od leta 2005 do leta 2010 znatno zmanjšal in nato presegel raven iz leta 2005 šele v letu 2015. Tako gibanje deleža žensk je razvidno tudi iz zbranega vzorca za mojo analizo. Z izjemo obdobja krize (leto 2010 na sliki 7) je delež žensk v nadzornih svetih v Sloveniji večji od deleža v Evropski uniji. Razlika se v zadnjih letih sicer zmanjšuje, kar kaže na to, da se Slovenija nahaja v povprečju po zastopanosti ženskega spola v nadzornih svetih v Evropski uniji.

Slika 8 prikazuje podatke o deležu žensk v nadzornih svetih v štirih največjih družbah iz vzorca v obdobju 2005–2015. Največje družbe, merjene na podlagi povprečnih sredstev, so v tem obdobju Mercator, Krka, Petrol ter Gorenje. Pri tem sta Mercator in Gorenje imela v povprečju 10 članov nadzornega sveta, družbi Krka in Petrol pa 9. Iz spodnjega grafikona je razvidno, da družba Gorenje do leta 2010 v nadzornem svetu ni imela predstavnice ženskega spola, od leta 2010 do leta 2015 pa je imela le 1 predstavnico oziroma 10 % vseh članov nadzornega sveta.

Na drugi strani opazimo, da je imel največjo zastopanost ženskega spola nadzorni svet Krke, ki se je skozi opazovano obdobje povečevala, z izjemo v letu 2009, ko se je zmanjšala. V letu 2015 je delež žensk znašal kar 50 %, torej je bilo pet članov nadzornega sveta od desetih ženskega spola.

Delež žensk v nadzornem svetu Mercatorja se je skozi opazovano obdobje gibal različno, od 9,1 % (v letu 2011) do 40 % (v obdobju 2006–2008), in je bil pred krizo višji kot v času krize in po njej.

Slika 8: Delež žensk v štirih največjih družbah iz vzorca



Vir: lastno delo.

5.7.6 Samoocenjevanje

Delež nadzornih svetov, ki opravljajo samoocenjevanje, se je od leta 2006 do leta 2011 povečeval ter nato ohranil delež na enaki ravni. Delež se je povečeval predvsem v družbah, katerih delnice so uvrščene v prvo kotacijo Ljubljanske Borze.

V tabeli 8 so prikazani rezultati opisne statistike za spremenljivko samoocenjevanje v obdobju 2005–2015. Izračun v tabeli 8 prikazuje, da je povprečju v vseh družbah v celotnem opazovanem obdobju malo manj kot polovica nadzornih svetov opravilo oceno svojega dela.

Tabela 8: Opisne statistike za spremenljivko samoocenjevanje v obdobju 2005–2015

SAMOOČENJEVANJE	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Welch F test	Stopnja značilnosti
Obdobje pred krizo	0	1,00	0,14	0,348	23,876	0,000
Krizno obdobje	0	1,00	0,53	0,502		
Obdobje po krizi	0	1,00	0,61	0,494		
Skupaj	0	1,00	0,40	0,492		

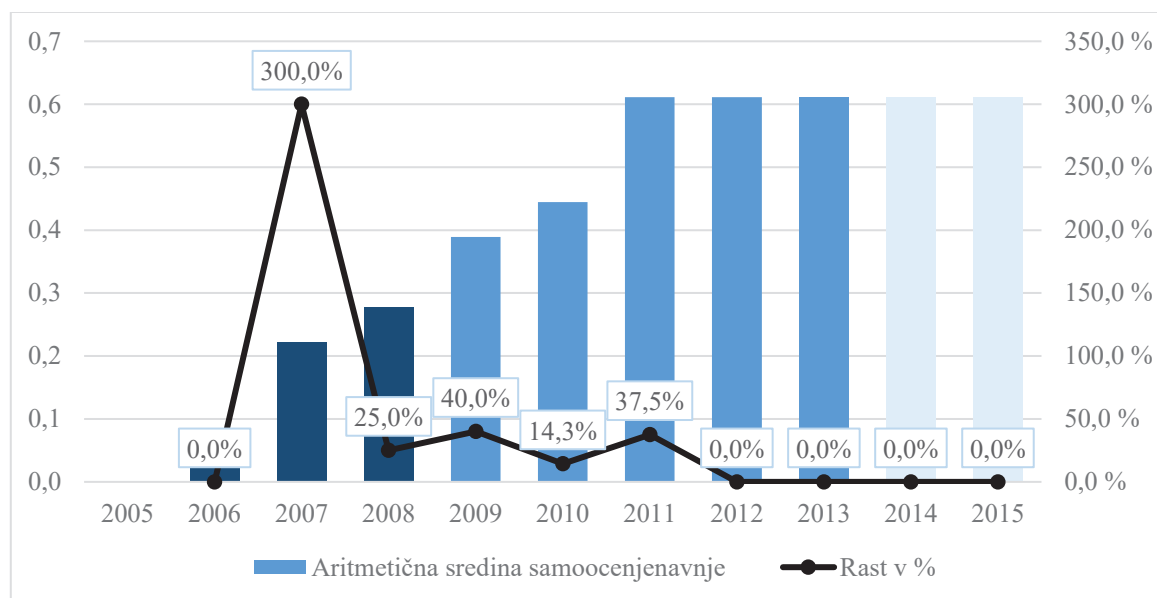
Vir: lastno delo.

Družbe, ki samoocenjevanja do leta 2015 niso izvajale, so bile družbe Alpetour, Delo Prodaja, Gea, Kompas MTS, Mlinotest, Pivovarna Laško in Terme Dobrna.

Pred izvedbo testa ANOVE sem naredila Levenov test, pri katerem sem preverila predpostavko o homogenosti varianc. Za spremenljivko samoocenjevanje so rezultati pokazali, da predpostavka ni izpolnjena, saj je Levenov test statistično pomemben, zato posledično ne moremo domnevati, da so variance porazdeljene približno homogeno.

Zaradi kršene predpostavke o homogenosti varianc sem uporabila robustni Welchov test enakosti povprečij. Pokazal je, da obstajajo statistično pomembne razlike pri spremenljivki samoocenjevanje glede na opazovano obdobje. Izračun je prikazan v tabeli 8 Priloge 1. Pri nadaljnjem preverjanju razlik med obdobji sem uporabila Games-Howellov post hoc test. Rezultati tega (tabela 9 Priloge 1) so pokazali, da se samoocenjevanje statistično razlikuje med nekriznim in kriznim obdobjem ter med obdobjem pred krizo in po krizi, kar je tudi pričakovano, predvsem glede na gibanje izvedbe samoocenjevanja v obdobju 2005–2015, kot je prikazano na sliki 9.

Slika 9: Gibanje aritmetične sredine spremenljivke samoocenjevanja v obdobju 2005–2015



Vir: lastno delo.

5.7.7 Intenzivnost dela nadzornega sveta

Intenzivnost dela nadzornega sveta je merjena s številom sej v posameznem letu. V celotnem opazovanem obdobju so družbe v povprečju imele 8 sej. V povprečju je bilo največ sej v letu 2009, najverjetneje kot posledica slabših gospodarskih razmer, morebitnih težav z likvidnostjo družb in imenovanjem novih oziroma z odstopi obstoječih članov nadzornih svetov. Če primerjam krizno in nekrizno obdobje, se samo število sej na letni ravni ni bistveno razlikovalo, se pa razlikuje, če nekrizno obdobje razdelim še na obdobje pred in po krizi. Iz tabele 9, je razvidno, da so družbe v obdobju pred krizo imele v povprečju 7 sej, število pa se je v času krize povečalo na 8,5 ter se v obdobju po krizi tudi ohranilo.

Prav tako kot pri spremenljivki samoocenjevanje za spremenljivko intenzivnost ni bila izpolnjena predpostavka o homogenosti varianc. Welchev test o enakosti povprečij je pokazal statistično značilne razlike med opazovanimi obdobji ($p \geq 0,05$). Naknadni Games-Howellov post hoc test v tabeli 12 Priloge 1 prikazuje statistične razlike med predkriznim in pokriznim obdobjem.

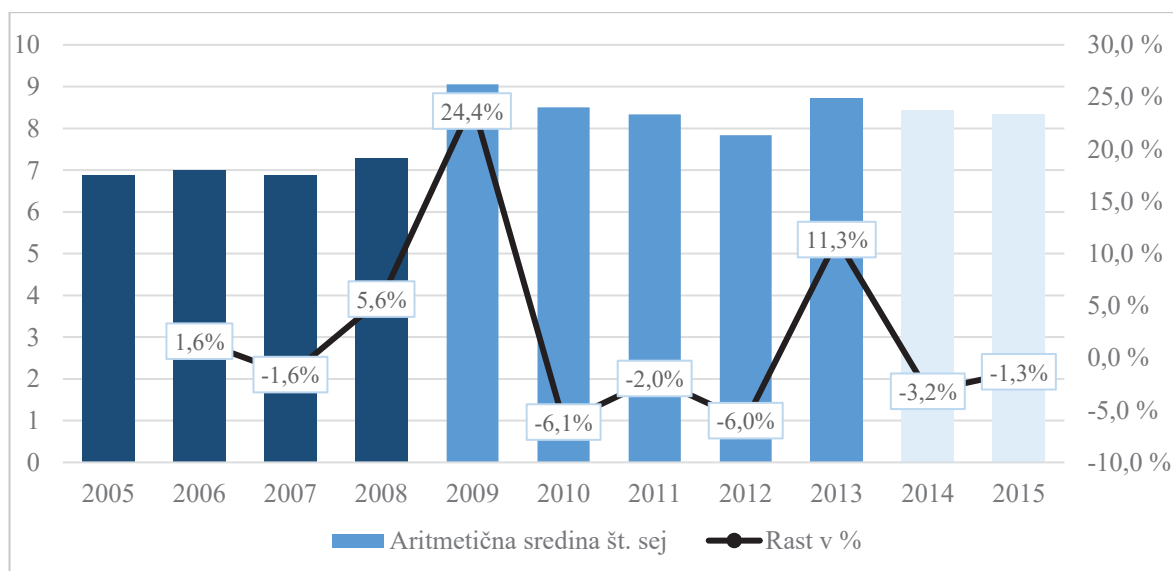
V nadaljevanju sta prikazani tabela 9, ki prikazuje opisne statistike za spremenljivko intenzivnost dela nadzornega sveta in slika 10, ki prikazuje gibanje vrednosti aritmetične sredine te spremenljivke in njeno rast.

Tabela 9: Opisne statistike za spremenljivko intenzivnost dela nadzornega sveta

INTENZIVNOST	Min.	Maks.	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Welchev F-test	Stopnja značilnosti
Obdobje pred krizo	3,00	14,00	7,01	2,51471	4,236	0,018
Krizno obdobje	3,00	26,00	8,49	4,61859		
Obdobje po krizi	2,00	17,00	8,39	4,04459		
Skupaj	2,00	26,00	7,93	3,91285		

Vir: lastno delo.

Slika 10: Gibanje aritmetične sredine števila sej v obdobju 2005–2015



Vir: lastno delo.

5.7.8 Uspešnost družb

Uspešnost družb sem merila s finančnim kazalnikom ROA, ki meri dobičkonosnost sredstev, profitno maržo ter rast cene delnice. Tekom analize sem izločila finančni kazalnik ROE, ki

meri dobičkonosnost kapitala. V obdobju krize sta družbi Sava in Instrabenz beležili negativni kapital ter negativni dobiček. Posledično izračun in interpretacija kazalnika nista bila mogoča, saj je posledica tega visok in pozitiven ROE, kar pa izkrivlja rezultate. V nadaljevnaju je prikazana slika 11, ki prikazuje porazdelitev spremenljivke ROA. Zaradi finančne krize je spremenljivka ROA porazdeljena asimetrično v levo, kot je opazno na sliki 11.

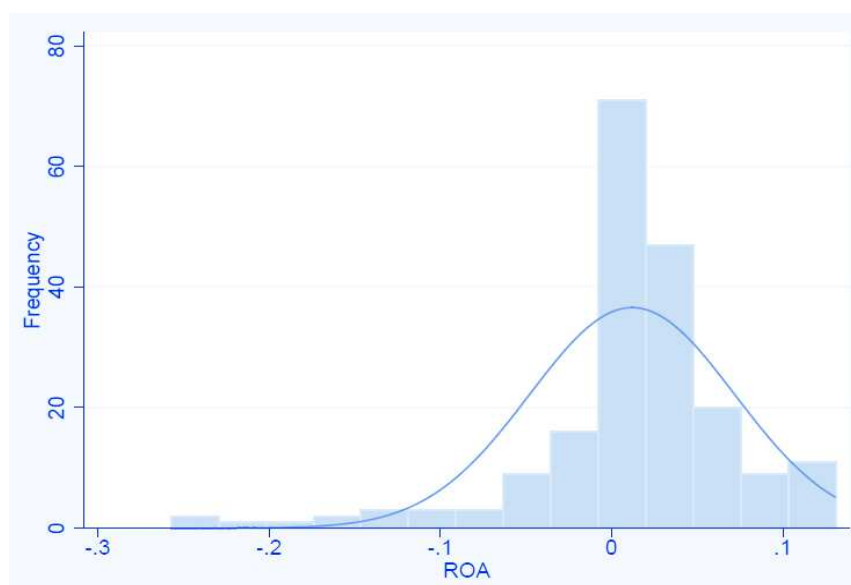
Aritmetična sredina odvisne spremenljivke ROA je bila v kriznem obdobju negativna, medtem ko je bila v obdobju pred in po krizo pozitivna, kar je prikazano v tabeli 10. Povprečni ROA je bil v vseh treh opazovanih obdobjih konsistenten z dogajanjem v gospodarstvu. Devet družb iz opazovanega vzorca je doseglo pozitivno dobičkonosnost sredstev v času krize, pri čemer sta najvišjo dosegli družbi Krka in Petrol. Opazna je visoka variabilnost spremenljivke, predvsem v kriznem obdobju kot posledica negativnega čistega poslovnega izida posamezne družbe.

Tabela 10: Opisne statistike za odvisni spremenljivki ROA in profitna marža

		Aritmetična sredina	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
ROA	Obdobje pred krizo	0,03	0,047	-0,189	0,131
	Krizno obdobje	0,00	0,067	-0,257	0,13
	Obdobje po krizi	0,01	0,055	-0,165	0,11
	Skupaj	0,01	0,06	-0,257	0,131
Profitna marža	Obdobje pred krizo	0,05	0,084	-0,334	0,259
	Krizno obdobje	-0,04	0,182	-0,826	0,205
	Obdobje po krizi	-0,01	0,164	-0,745	0,178
	Skupaj	0,00	0,154	-0,826	0,259
Rast cene delnice	Obdobje pred krizo	0,15	0,725	-0,841	4,288
	Krizno obdobje	-0,11	0,371	-0,932	0,761
	Obdobje po krizi	0,42	1,206	-0,923	4,736
	Skupaj	0,08	0,742	-0,932	4,736

Vir: lastno delo.

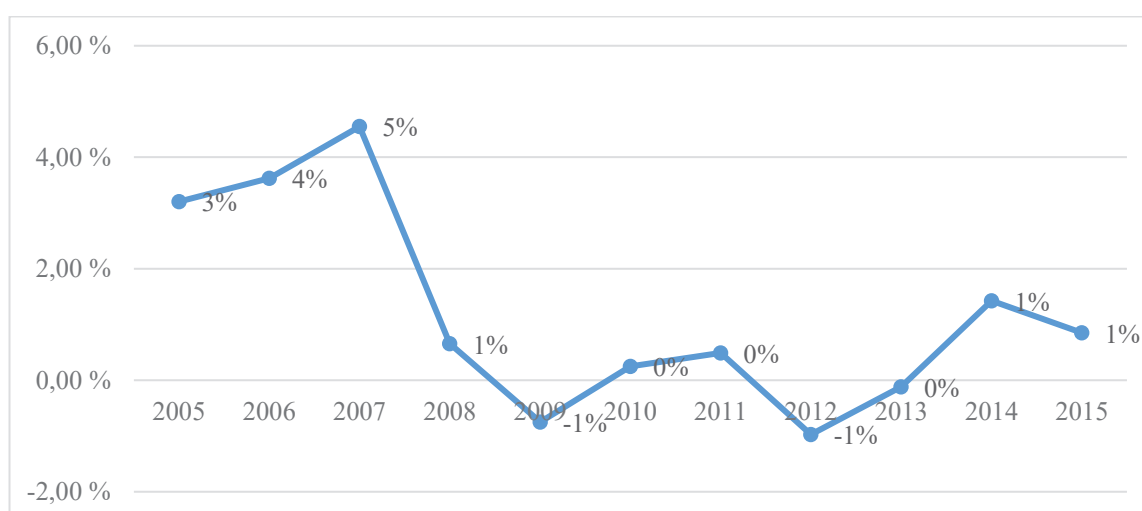
Slika 11: Porazdelitev spremenljivke ROA



Vir: lastno delo.

Na podoben način se je gibala tudi profitna marža, za katero je prav tako značilna visoka variabilnost, saj je standardni odklon pri spremenljivkah v vseh treh obdobjih večji od aritmetične sredine. Upad gospodarske aktivnosti so med krizo čutile vse panoge, kljub temu pa ene bolj, druge manj. Določene panoge dosegajo višjo profitnost sredstev, druge manjšo, zaradi česar je težko primerjati panoge med seboj s kazalnikom profitna marža. Slednja je pomemben podatek o tržni moči podjetja, vendar je koristna predvsem pri primerjavi med podjetji, ki delujejo v isti panogi. Slika 12 prikazuje graf gibanja profitne marže, vendar ponovno poudarjam, da profitna marža različno variira znotraj različnih panog.

Slika 12: Gibanje profitne marže v obdobju 2005–2015



Vir: lastno delo.

5.8 Regresijska analiza

5.8.1 Regresijska enačba

Iz enačbe 3 je razvidna regresijska funkcija, ki jo bom uporabila pri panelni analizi podatkov in opisuje povezanost med odvisno spremenljivko uspešnost družbe in uporabljenimi neodvisnimi spremenljivkami kakovosti nadzora. Iz panelnih podatkov sem za izbrane indikatorje kakovosti dela nadzornega sveta ocenila sledeči regresijski model:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 * KRIZA_{i,t} + \beta_2 * KOMP_{i,t} + \beta_3 * KOMP_{i,t} * KRIZA + \beta_4 * NEOD_{i,t} + \beta_5 * NEOD_{i,t} * KRIZA + \beta_6 * OCEN_{i,t} + \beta_7 * OCEN_{i,t} * KRIZA + \beta_8 * INTEN_{i,t} + \beta_9 * INTEN_{i,t} * KRIZA + \beta_{10} * SPOL_{i,t} + \beta_{11} * SPOL_{i,t} * KRIZA + u_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Tu Y predstavlja odvisno spremenljivko za uspešnost družbe, ki je merjena s finančnimi kazalniki ROA, profitno maržo ter rastjo cene delnice. V predstavljeni funkciji je kriza slamnata spremenljivka (ang. dummy variable), ki ima v obdobju 2009–2013 vrednost 1 in vrednost 0 v preostalih letih. Slamnata spremenljivka kontrolira povprečno potencialno spremembo rasti uspešnosti družbe v času krize. Če se je uspešnost družbe v krizi zmanjšala, bo imel koeficient pred to spremenljivko negativen predznak. Sledijo regresijski koeficient za vsako neodvisno spremenljivko indikatorja kakovosti nadzora. Interakcijski členi $\beta_3 * KOMP_{i,t} * KRIZA$, $\beta_5 * NEOD_{i,t} * KRIZA$, $\beta_7 * OCEN_{i,t} * KRIZA$, $\beta_9 * INTEN_{i,t} * KRIZA$ ter $\beta_{11} * SPOL_{i,t} * KRIZA$ merijo učinek kompetenc, neodvisnosti, samoocenjevanja, intenzivnosti ter spolne raznolikosti na uspešnost družbe v času krize.

5.8.2 Rezultati regresijske analize

Za izbiro ustreznega modela za izvedbo panelne regresije sem izvedla Hausmanov test, ki mi je pomagal določiti, ali v analizi obstaja statistično značilna povezanost med neodkritimi individualnimi učinki in neodvisnimi spremenljivkami. Ničelna hipoteza Hausmanovega testa predpostavlja, da med neodvisno spremenljivko in individualnimi učinki ni korelacije. V kolikor ničelne hipoteze ne moremo zavrniti, uporabimo model slučajnih učinkov. Za modela profitna marža ter rast cene delnice Hausmanov test o uporabi modela s stalnimi učinki ali modela s slučajnimi učinki ni zavrnil ničelne hipoteze, kar pomeni, da je uporaba modela s slučajnimi učinki primernejša od uporabe modela s stalnimi učinki. Pri modelu donosnosti sredstev pa je Hausmanov test pokazal, da je primernejša uporaba modela stalnih učinkov, kar pomeni, da obstaja statistična povezanost med neodkritimi individualnimi učinki in neodvisnimi spremenljivkami.

Veljavnost modela v primeru modela s slučajnimi učinki je merjena s χ^2 – preizkusom, s katerim preverjamo ničelno domnevo, da so vsi regresijski koeficienti enaki nič. Hkrati je v spodnji tabeli zapisana tudi vrednost multiplega determinacijskega koeficienta R^2 (ang. R-

squared), ki določa, kolikšen delež variabilnosti odvisne spremenljivke je pojasnjen z variabilnostjo neodvisnih spremenljivk.

V tabeli 11 prikazujem rezultate, dobljene z metodo stalnih učinkov. Model ima 176 opazovanj, medtem ko je število različnih skupin 16. Pri vsaki skupini je 11 opazovanj, kar pomeni eno za vsako obravnavano leto. Tekom analize sem zaradi visoke volatilnosti finančnih podatkov izločila družbi Istrabenz in Intereuropo.

Tabela 11: Rezultati panelne regresije z metodo s stalnimi učinki uspešnost družb ROA

ROA	Koeficient	Stand. napaka	t-test	P > (Z)
Kompetence	0,010	0,012	0,86	0,393
Kompetence*kriza	-0,031	0,013	-2,32	0,022*
Neodvisnost	0,041	0,305	1,35	0,179
Neodvisnost*kriza	-0,018	0,042	-0,42	0,673
Samoocenjevanje	-0,031	0,013	-2,46	0,015*
Samoocenjevanje*kriza	0,025	0,017	1,45	0,149
Spolna raznolikost	-0,022	0,029	-0,75	0,456
Spolna raznolikost*kriza	0,079	0,045	1,75	0,082**
Intenzivnost	0,000	0,002	0,15	0,881
Intenzivnost*kriza	-0,002	0,002	-0,79	0,430
Kriza	0,097	0,051	1,90	0,059**
Konstanta	-0,021	0,050	-0,42	0,678
R ²	0,189			
χ ²	0,001			

Legenda: * značilno pod 5 %; ** značilno pod 10 %

Vir: lastno delo.

Vrednost determinacijskega koeficienta R^2 , ki pove, kolikšen del variance odvisne spremenljivke je pojasnjen z vplivom neodvisnih spremenljivk, znaša 0,189, kar pomeni, da večina variance ni pojasnjena s spremenljivkami, ki so vključene v model. Waldov χ^2 kaže, da je uporabljena regresijska metoda statistično značilna. Pri modelu s stalnimi učinki se za ugotavljanje statistične značilnosti regresijskih koeficientov in regresijske konstante uporablja t-test. V tabeli 11 so razvidni regresijski koeficienti za posamezno neodvisno spremenljivko. T-test regresijskih koeficientov in konstante kaže, da so vsi koeficienti statistično neznačilni, razen spremenljivke kompetence v interakciji s krizo ter spremenljivke samoocenjevanje pri stopnji značilnosti 5 %. Pri 10 % stopnji značilnosti sta značilna tudi delež žensk v interakciji s krizo ter slamnata spremenljivka za krizno obdobje.

Rezultati kažejo, da je v primeru kompetenc v interakciji s krizo njihov učinek negativen, saj se ob povečanju kompetenc članov nadzornih svetov v času finančne krize za 1 % ROA

zmanjša za 0,031 %. Navedeni zaključek ni ustrezen, saj bi bilo logično, da bi bil rezultat ravno obraten, torej da če imamo bolj kompetenten nadzorni svet, bi morala biti uspešnost družbe večja. Iz deskriptivne statistike sem ugotovila, da so se kompetence nadzornih svetov v času finančne krize povečale, na drugi strani pa se je ROA družb zmanjšal. Ocenjujem, da je bilo zmanjšanje ROA družb v času finančne krize posledica krize same in več drugih dejavnikov, zaradi česar so rezultati moje analize v primeru kompetenc članov nadzornih svetov taki, kot so razvidni zgoraj.

Do enakih težav prihaja pri spremenljivki samoocenjevanje. Rezultati kažejo, da se v primeru, ko nadzorni svet opravi oceno svojega dela, ROA zmanjša za 0,031 %. Kot je razvidno iz zgoraj opravljene deskriptivne statistike, se samoocenjevanje dela nadzornega sveta povečuje ravno v času finančne krize, ko se ROA zmanjšuje. Analiza s pomočjo panelne regresije je zato pokazala, da vpliva negativno.

Koeficient pred slamnato spremenljivko za krizo nima smiselnega rezultata, saj zavzame pozitivno vrednosti 0,097, kar pomeni, da se ROA v povprečju poveča za 0,097 %, če je podjetje i v času t zajela finančna kriza ob vseh ostalih nespremenjenih dejavnikih. Rezultat ni logičen, saj bi pred tovrstnim koeficientom pričakovali negativen predznak, kajti v času krize se finančno stanje družbe poslabša. To napako pripisujem majhnosti vzorca.

V model sem kot odvisno spremenljivko vključila še profitno maržo in rast delnice. Z uporabo enakih pomožnih testov, kot sem jih uporabila pri modelu ROA, sem v tem primeru prišla do rezultata, da je za interpretacijo rezultatov primernejša uporaba panelne regresije, ki predpostavlja slučajne učinke. Pri modelu s slučajnimi učinki se za ugotavljanje statistične značilnosti regresijskih koeficientov in regresijske konstante uporablja z-test.

Waldov χ^2 kaže, da je uporabljena regresijska metoda statistično značilna za model profitne marže, model rast delnice pa ni statistično značilen pri 5 %, ampak pri 10 %. Kakovost nadzora pri modelu profitne marže pojasnjuje 17,2 % variabilnosti uspešnosti družb. Na drugi strani kakovost nadzora pri modelu rast cene delnic pojasnjuje le 9 % variabilnosti.

Tabela 12: Rezultati panelne regresije z metodo s slučajnimi učinki profitna marža

Profitna marža	Koeficient	Stand. napaka	Z-test	P > (Z)
Kompetence	0,008	0,029	0,26	0,795
Kompetence*kriza	-0,067	0,039	-1,70	0,089**
Neodvisnost	0,131	0,084	1,57	0,116
Neodvisnost*kriza	-0,087	0,122	-0,72	0,474
Samoocenjevanje	-0,059	0,036	-1,66	0,096
Samoocenjevanje*kriza	0,043	0,050	0,87	0,383
Spolna raznolikost	-0,055	0,082	-0,67	0,500

se nadaljuje

Tabela 12: Rezultati panelne regresije z metodo s slučajnimi učinki profitna marža (nad.)

Profitna marža	Koeficient	Stand. napaka	Z-test	P > (Z)
Spolna raznolikost*kriza	0,331	0,133	2,49	0,013*
Intenzivnost	0,003	0,005	0,52	0,602
Intenzivnost*kriza	-0,006	0,006	-0,86	0,389
Kriza	0,208	0,152	1,37	0,170
Konstanta	-0,051	0,126	-0,40	0,686
R ²	0,172			
χ^2	0,001			

Legenda: * značilno pod 5 %; ** značilno pod 10 %

Vir: lastno delo.

Tabela 13: Rezultati panelne regresije z metodo s slučajnimi učinki rast cene delnice

Rast cene delnice	Koeficient	Stand. napaka	Z-test	P > (Z)
Kompetence	-0,221	0,117	-1,89	0,058**
Kompetence*kriza	0,335	0,190	1,76	0,078**
Neodvisnost	0,383	0,367	1,04	0,297
Neodvisnost*kriza	-0,345	0,586	-0,59	0,555
Samoocenjevanje	0,088	0,167	0,52	0,600
Samoocenjevanje*kriza	-0,269	0,724	-1,13	0,259
Spolna raznolikost	-0,242	0,368	-0,66	0,510
Spolna raznolikost*kriza	0,656	0,651	1,01	0,313
Intenzivnost	-0,032	0,024	-1,35	0,178
Intenzivnost*kriza	0,041	0,031	1,29	0,197
Spolna raznolikost*kriza	0,656	0,651	1,01	0,313
Intenzivnost	-0,032	0,024	-1,35	0,178
Intenzivnost*kriza	0,041	0,031	1,29	0,197
Kriza*	-1,715	0,742	-2,31	0,021**
Konstanta	1,114	0,512	2,17	0,030**
R ²	0,089			
χ^2	0,071			

Legenda: * značilno pod 5%; ** značilno pod 10%

Vir: Ljubljanska borza d.d. (brez datuma a), Ljubljanska borza d.d. (brez datuma b), Ljubljanska borza d.d. (brez datuma c), Ljubljanska borza d.d. (brez datuma d), Ljubljanska borza d.d. (brez datuma e), Ljubljanska borza d.d. (brez datuma f), Ljubljanska borza d.d. (brez datuma g), Ljubljanska borza d.d. (brez datuma h), Ljubljanska borza d.d. (brez datuma i), Ljubljanska borza d.d. (brez datuma j), Ljubljanska borza d.d. (brez datuma k) in lastni izračuni.

V tabeli 12 in tabeli 13 so prikazani rezultati panelne regresije za model profitna marža ter rast cene delnice. Statistično značilnost koeficienta posameznega indikatorja kakovosti nadzora sem označila z zvezdico za 5 % stopnjo značilnosti ter dvema zvezdicama za 10 % stopnjo značilnosti.

Noben indikator kakovosti nadzora razen spolna raznolikost v interakciji s krizo ni vplival na profitno maržo izbranih slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2005–2015. Pri modelu rast cene delnic slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2005–2015 je bila slamnata spremenljivka za krizo značilna in negativna, kar potrjuje, da so v času krize cene delnic padle.

5.8.3 Omejitve analize

V nadaljevanju podajam še določene omejitve analize, ki so po mojem mnenju vplivale na zgoraj predstavljene rezultate.

Zaradi majhnega vzorca obravnavanih družb le-teh nisem posebej razdelila po panogah. Finančnih kazalnikov pa ne moremo neposredno primerjati med družbami iz različnih panog, saj se, na primer, ROA v družbi, ki deluje v trgovinski panogi, razlikuje od družbe, ki deluje v proizvodnji.

Na Ljubljanski borzi je v času med 31.12.2005–31.12.2015 neprekinjeno kotiralo le 41 delniških družb. Potem ko sem iz vzorca izvzela družbe, ki niso bile primerne, je v vzorcu ostalo le še 18 družb. Nekatere, ki so uvrščene na Ljubljansko borzo, niso javno objavljale podatkov o kompetentnosti članov nadzornega sveta, zaradi česar teh družb nisem mogla uvrstiti v vzorec. Prav tako bi se vzorec še dodatno zmanjšal, če bi opazovano obdobje razširila na leta 2005–2017 (statusno preoblikovanje delniških družb v družbe z omejeno odgovornostjo). Zaradi vsega navedenega je bil vzorec relativno majhen, kar je vplivalo na rezultate panelne regresije.

Na tem mestu bi izpostavila še problem endogenosti spremenljivk. Poenostavljeno povedano, določene spremenljivke so lahko zaradi svojih značilnosti endogene, kar pomeni, da lahko pride do tega, da tudi odvisna spremenljivka vpliva na neodvisno, ne pa zgolj obratno. Kot primer lahko navedem spremenljivko kompetence članov nadzornega sveta. Z zgoraj opravljeno analizo sem preverjala, ali boljše kompetence članov nadzornega sveta vplivajo na uspešnost družbe, dopuščam pa možnost, da lahko tudi uspešnost družbe vpliva na kompetence nadzornih svetov. Ugotovila sem, da so se kompetence v času krize povečale, kar bi lahko bila posledica slabšega poslovanja družb. Družbe, ki so slabo poslovale, bi lahko kot ukrep za izboljšanje poslovanja zamenjale določene ali vse člane nadzornega sveta z

drugimi, ki bi bili bolj »kompetentni«, v upanju na izboljšanje rezultatov. Tako dopuščam možnost, da se je problem endogenosti določenih spremenljivk pojavil tudi pri moji analizi.

Spremenljivko intenzivnost sem merila glede na število sej nadzornega sveta v posameznem letu. Vendar pa ne gre zgolj za vprašanje števila sej, ampak tudi za vprašanje kvalitete letih. Tako ni nujno, da je deset sej nadzornega sveta boljše od sedmih, zelo kvalitetnih sej (produktivnih in intenzivnih).

Poleg tega na uspešnost družbe vpliva veliko različnih dejavnikov, ne pa zgolj kvaliteten nadzorni svet, na primer investicije, korporativno upravljanje družbe, intelektualni kapital, zadolženost družbe, razmere v panogi ter drugi dejavniki. Brez možnosti, da bi te druge dejavnike izločili, je nemogoče opraviti analizo, ki bi pokazala zgolj vpliv delovanja nadzornega sveta na uspešnost družbe.

SKLEP

V strokovni literaturi se je več avtorjev ukvarjalo z dokazovanjem, da korporativno upravljanje najbolj vpliva na učinkovitost podjetij med krizo. Eden izmed dejavnikov, ki naj bi to dokazoval, je bil, da med krizo kakovost korporativnega upravljanja privede do več nadzora. Nadzor in svetovalna vloga nadzornih svetov bi se morala v času krize intenzivirati, torej morajo biti člani nadzornega sveta v času krize aktivnejši, kar sem pri pripravi magistrskega dela tudi upoštevala.

V magistrskem delu sem analizirala kakovost dela nadzornega sveta v predkriznem, kriznem in pokriznem obdobju. S pomočjo znanstvene literature, slovenske zakonodaje in priporočil sem oblikovala indikatorje kakovosti nadzora, s pomočjo katerih sem empirično analizirala kakovost dela nadzornega sveta v posameznem obdobju. S pomočjo panelne regresije sem preverila povezanost med kakovostjo nadzora in uspešnostjo izbranih družb v obdobju 2005–2015.

Moje primarne hipoteze ne morem potrditi, saj je kakovost dela nadzornega sveta odvisna od vseh analiziranih indikatorjev, ki so se v analiziranih obdobjih zaradi različnih dejavnikov različno »obnašali«. Vendar, kot je razvidno iz predstavljenih opisnih analiz posameznih indikatorjev, so se nekateri indikatorji v času krize in po krizi bistveno spremenili v primerjavi z obdobjem pred krizo. Predvsem bi opozorila na kompetence članov nadzornega sveta, ki so se na začetku krize povečale, po koncu krize pa so se ponovno začele zmanjševati, sploh kjer je prihajalo do statistične razlike med kriznim in predkriznim obdobjem. Zanimivo je tudi gibanje deleža ženskih članic v nadzornih svetih, ki se je v času krize zelo povečal in je tudi po koncu krize, čeprav se je nekoliko zmanjšal, ostal večji kot v času pred krizo. Tudi neodvisnost članov nadzornega sveta je v času krize in predvsem po

krizi večja kot pred krizo. Glede na vse navedeno o posameznih indikatorjih lahko vidimo, da se je kakovost dela v času krize in po krizi v primerjavi z obdobjem pred krizo izboljšala.

Sekundarne hipoteze, ki sem si jo zastavila, ne morem ne potrditi ne zavrniti. Iz predstavljenih rezultatov je razvidno, da je postavljeni model statistično značilen, vendar sta bila statistično značilna zgolj dva indikatorja. Ker sem kakovost dela nadzornega sveta opredelila kot seštevek predstavljenih indikatorjev, statistično značilen pa je bil zgolj indikator samoocenjevanje, in še ta glede na zgoraj predstavljene ugotovitve (in razloge) negativno vpliva na uspešnost družb, ne morem zaključiti niti da kakovost dela nadzornega sveta vpliva na uspešnost družbe pozitivno niti da negativno. Dopusčam možnost, da bi bili rezultati analize drugačni, če bi bil analizirani vzorec večji.

Oprelitev, kakšen vpliv ima kakovost dela nadzornega sveta na uspešnost družbe v kriznem in nekriznem obdobju zgolj na podlagi opravljene analize, ni mogoča. Kot je že bilo predstavljeno, je analiza pokazala, da dva indikatorja kakovosti dela nadzornega sveta, ki sta statistično značilna, negativno vplivata na uspešnost družbe. Rezultati analize so podvrženi omejitvam, med katerimi sta ključni majhnost vzorca in vpliv različnih dejavnikov na uspešnost družbe. V obilici dejavnikov, ki vplivajo na uspešnost družbe, je vpliv kakovosti dela nadzornega sveta težko osamiti. To še toliko bolj velja za krizno obdobje, saj se vsi dejavniki, ki vplivajo na uspešnost družbe, intenzivirajo. Se pa tudi delo in kakovost dela nadzornega sveta v času krize intenzivira, kar je potrdila analiza posameznih dejavnikov. Kakovost nadzornega sveta torej vpliva na uspešnost družbe, zgolj na podlagi opravljene analize pa ne morem oceniti, kakšen je ta vpliv.

Zaradi predstavljenih omejitev analize, rezultati le-te niso dokončni. Vendar opravljena analiza predstavlja temelj za morebitne bodoče analize kakovosti dela nadzornega sveta in njegov vpliv na uspešnost družbe. Predlagala bi, da se opravljena analiza nadgradi in ponovi za daljše časovno obdobje in na večjem vzorcu, saj bi na tak način prišli do dokončnih oziroma bolj dokončnih rezultatov.

LITERATURA IN VIRI

1. Adams, R., Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (2008). *The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey* (National Bureau of Economic Research Working Paper 14486). Pridobljeno 4. maja 2017 iz <http://www.nber.org/papers/w14486.pdf>
2. Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291–309.
3. Adams, R. B., Rangunathan, V. & Tumarkin, R. (2015, 30 oktober). *Death by committee? An analysis of delegation in corporate boards* (Working paper). Pridobljeno 4. maja

- 2017 iz <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.727.2757&rep=rep1&type=pdf>
4. Bajuk, J. (brez datuma). Upravljanje kapitalskih družb. *Priročnik za člane nadzornih svetov in upravnih odborov*. Pridobljeno 10. junija 2015 iz http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/bajuk__dimitric_upravljanje_druzbo.pdf
 5. Bezemer, P. J., Maassen, G. F., Van den Bosch, F. A. & Volberda, H. W. (2007). Investigating the Development of the Internal and External Service Tasks of Non-executive Directors: the case of the Netherlands (1997–2005). *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1119–1129.
 6. Bezemer, P. J., Peij, S., de Kruijs, L. & Maassen, G. F. (2014). How two-tier boards can be more effective. *Corporate governance: The International Journal of Business In Society*, 14(1), 15–31.
 7. Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), 257–273.
 8. Borowski, I. (1984). Corporate accountability: the role of the independent director, *Journal of Corporation Law*, 9, 455–471.
 9. Boyatzis, R. E. (1982). *The competent manager: A model for effective performance*. New York [etc.]: John Wiley & Sons.
 10. Bratina, B. (1995). Pomen in vloga nadzornega sveta v delniški družbi. *Podjetje in delo*, 21(4), 426–433.
 11. Bratina, B. (2013). Položaj nadzornega sveta v času krize. *Podjetje in delo*, 39(5), 725–735.
 12. Bratina, B. (brez datuma). Vloga in pomen nadzornih svetov. *Priročnik za člane nadzornih svetov in upravnih odborov*. Pridobljeno 10. junija 2015 iz https://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/bratina__dimitric_vloga_in_pomen_ns.pdf
 13. Carter, D. A., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, 38(1), 33–53.
 14. Christiansen, L., Lin, H., Pereira, J., Topalova, P. B. & Turk-Ariss, R. (2016). Gender diversity in senior positions and firm performance: Evidence from Europe. Washington: International Monetary Fund.
 15. Coles, J. L., Daniel, N. D. & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of financial economics*, 87(2), 329–356.
 16. Conger, J. A., Finegold, D. & Lawler, E. E. (1998). Appraising boardroom performance. *Harvard Business Review*, 76(1), 136–148.
 17. Daily, C. M., Dalton, D. R. & Cannella Jr., A. A. (2003). Corporate Governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371–382.
 18. Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic management journal*, 19(3), 269–290.
 19. Eastman, M. T. (2017). Women on Boards Progress Report 2017. *MSCI ESG Corporate Gender Diversity Series (December)*. Pridobljeno 13. oktobra 2018 iz

- https://www.msci.com/documents/10199/239004/MSCI_Women+on+Boards+Progress+Report+2017.pdf/b7786a08-c818-4054-bf3f-ef15fc89537a
20. Engelberg, J., Gao, P. & Parsons, C. A. (2012). Friends with money. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 169–188.
 21. European institute for gender equality. (2019). *Gender Statistic Database, Largest listed companies: CEOs, executives and non-executives*. Pridobljeno 17. aprila 2019 iz https://eige.europa.eu/gender-statistics/dgs/indicator/wmidm_bus_bus__wmid_comp_compex
 22. Evropska komisija. (2010, 2. junij). *ZELENA KNJIGA Korporativno upravljanje finančnih institucij in politika prejemkov*. Bruselj: Evropska komisija.
 23. Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.
 24. Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
 25. Fernandes, C., Farinha, J., Martins, F. V. & Mateus, C. (2015). Supervisory boards, financial crisis and bank performance: do board characteristics matter? *Journal of Banking Regulation*, 18(4), 310–337.
 26. Fernandes, N. & Fich, E. (2009). *Does Financial Experience Help Banks during Credit Crises?* (Unpublished working paper). Philadelphia: Drexel University.
 27. Fich, E. M. (2005). Are some outside directors better than others? Evidence from director appointments by Fortune 1000 firms. *The Journal of Business*, 78(5), 1943–1972.
 28. Francis, B. B., Hasan, I. & Wu, Q. (2012). Do corporate boards matter during the current financial crisis? *Review of Financial Economics*, 21(2), 39–52.
 29. Francis, B., Hasan, I. & Wu, Q. (2015). Professors in the boardroom and their impact on corporate governance and firm performance. *Financial Management*, 44(3), 547–581.
 30. Geletkanycz, M. A. & Boyd, B. K. (2011). CEO outside directorships and firm performance: A reconciliation of agency and embeddedness views. *Academy of management journal*, 54(2), 335–352.
 31. Grove, H., Patelli, L., Victoravich, L.M. & Xu, P. (2011). Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: Evidence from US commercial banks. *Corporate Governance An International review*, 19(5), 418–436.
 32. Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385–404.
 33. Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics* (4. izd.). New York: McGraw-Hill.
 34. Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38(3), 317–349.
 35. Hau, H. & Thum, M. (2009). Subprime crisis and board (in-) competence: private versus public banks in Germany. *Economic Policy*, 24(60), 701–752.
 36. Heidrick & Struggles. (2014). *Towards dynamic governance 2014 – European Corporate Governance Report*. London: Heidrick and Struggles.

37. Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 96-118.
38. Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial management*, 20(4), 101–112.
39. Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9(1), 7–26.
40. Horton, J., Millo, Y. & Serafeim, G. (2012). Resources or power? Implications of social networks on compensation and firm performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(3-4), 399–426.
41. Huse, M. (2007). *Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance*. Cambridge University Press.
42. Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of International Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
43. Jerzemowska, M. (2006). The main agency problems and their consequences. *Acta Oeconomica Pragensia*, 14(3), 9–17.
44. Johnson, S., Boone, P., Breach, A. & Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 141–186.
45. Jungmann, C. (2006). The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems – Evidence from the UK and Germany. *European Company and Financial Law Review*, 3(4), 426–474.
46. Kirkpatrick, G. (2009). The corporate governance lessons from the financial crisis. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2009(1), 61–87.
47. Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375–400.
48. Kocbek, M. (2018). Položaj večinskega lastnika glede odločanja o vodenju poslov v delniški družbi - razlike med enotirnim in dvotirnim sistemom upravljanja. *Podjetje in delo*, (6-7), 1045–1060.
49. Kocbek, M., Ivanjko, Š., Bratina, B. & Podgorelec, P. (2010). *Nadzorni sveti in upravni odbori v delniških družbah in družbah z omejeno odgovornostjo*. Ljubljana: GV založba.
50. Kohont, A. (2005). Razvrščanje kompetenc. V M. S. Pezdirc (ur.), *Kompetence v kadrovski praksi* (str. 29–48). Ljubljana: GV Izobraževanje.
51. Kohont, A. (2011). *Vloge in kompetence menedžerjev človeških virov v kontekstu internacionalizacije*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
52. Kooijman, F. (2014). *Monitoring effectiveness of supervisory boards in the Dutch semi-public sector* (magistrsko delo). Tilburg: Faculty of Social Sciences, University of Tilburg.
53. Kovač, B., Podbevšek, G. & Prijović, I. (2011). *Priročnik za vrednotenje učinkovitosti nadzornih svetov z matriko za samoocenjevanje nadzornih svetov*. Ljubljana: Združenje nadzornikov Slovenije.
54. Kroll, M., Walters, B. A. & Wright, P. (2008). Board vigilance, director experience, and corporate outcomes. *Strategic Management Journal*, 29(4), 363–382.

55. Kyonghee, K., Mauldin, E. & Sukesh, P. (2014). Outside directors and board advising and monitoring performance. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2), 110–131.
56. Lipton, M. & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59–77.
57. Ljubljanska borza d.d., Ljubljana. (brez datuma a). *Pregled arhiva tečajnic za 30.12.2005*. Pridobljeno 22. septembra 2016 iz http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2561&subtab=0_2&date1=30.12.2005
58. Ljubljanska borza d.d., Ljubljana. (brez datuma b). *Pregled arhiva tečajnic za 27.12.2006*. Pridobljeno 22. septembra 2016 iz http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2561&subtab=0_2&date1=27.12.2006
59. Ljubljanska borza d.d., Ljubljana. (brez datuma c). *Pregled arhiva tečajnic za 28.12.2007*. Pridobljeno 22. septembra 2016 iz http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2561&subtab=0_2&date1=28.12.2007
60. Ljubljanska borza d.d., Ljubljana. (brez datuma d). *Pregled arhiva tečajnic za 30.12.2008*. Pridobljeno 22. septembra 2016 iz http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2561&subtab=0_2&date1=30.12.2008
61. Ljubljanska borza d.d., Ljubljana. (brez datuma e). *Pregled arhiva tečajnic za 30.12.2009*. Pridobljeno 22. septembra 2016 iz http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2561&subtab=0_2&date1=30.12.2009
62. Ljubljanska borza d.d., Ljubljana. (brez datuma f). *Pregled arhiva tečajnic za 30.12.2010*. Pridobljeno 22. septembra 2016 iz http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2561&subtab=0_2&date1=30.12.2010
63. Ljubljanska borza d.d., Ljubljana. (brez datuma g). *Pregled arhiva tečajnic za 29.12.2011*. Pridobljeno 22. septembra 2016 iz http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2561&subtab=0_2&date1=29.12.2011
64. Ljubljanska borza d.d., Ljubljana. (brez datuma h). *Pregled arhiva tečajnic za 28.12.2012*. Pridobljeno 22. septembra 2016 iz http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2561&subtab=0_2&date1=28.12.2012
65. Ljubljanska borza d.d., Ljubljana. (brez datuma i). *Pregled arhiva tečajnic za 30.12.2013*. Pridobljeno 22. septembra 2016 iz http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2561&subtab=0_2&date1=30.12.2013
66. Ljubljanska borza d.d., Ljubljana. (brez datuma j). *Pregled arhiva tečajnic za 30.12.2014*. Pridobljeno 22. septembra 2016 iz http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2561&subtab=0_2&date1=30.12.2014
67. Ljubljanska borza d.d., Ljubljana. (brez datuma k). *Pregled arhiva tečajnic za 30.12.2015*. Pridobljeno 22. septembra 2016 iz http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2561&subtab=0_2&date1=30.12.2015
68. Ljubljanska borza, d.d., Ljubljana. (brez datuma l). *Seznam vrednostnih papirjev*. Pridobljeno 22. septembra 2016 iz <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=7017>
69. Ljubljanska borza d.d. & Združenje nadzornikov Slovenije. (2016a, 27 oktober). *Slovenski kodeks upravljanja javnih delniških družb*. Ljubljana: Ljubljanska borza d.d., Združenje nadzornikov Slovenije.

70. Ljubljanka borza d.d. & Združenje nadzornikov Slovenije. (2016b, 27 oktober). *Poročilo o analizi skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb v Sloveniji v letu 2015*. Ljubljana: Ljubljanska borza d.d., Združenje nadzornikov Slovenije.
71. Ljubljanska borza d.d. & Združenje nadzornikov Slovenije (2016c, november). *Praktični napotki za kakovostna pojasnila v izjavah o upravljanju*. Ljubljana: Ljubljanska borza d.d., Združenje nadzornikov Slovenije.
72. Ljubljanka borza d.d., Združenje nadzornikov Slovenije & Združenje manager (2009, 8. december). *Kodeks upravljanja javnih delniških družb*. Ljubljana: Ljubljanska borza d.d., Združenje nadzornikov Slovenije in Združenje manager.
73. Long, T. (2006). This year's model: Influences on board and director evaluation. *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 547–557.
74. Lückerath-Rovers, M. & Stavast-Groothuis, M. (2016). The Changing Composition of the Supervisory Boards of the Eight Largest Banks and Insurers During 2008-2014 and the Impact of the '4 4 Suitability Screenings' (*De Nederlandsche Bank Working Paper No, 502*). Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
75. Mace, M. L. (1971). *Directors: Myth and reality*. Boston: Harvard Business School Press.
76. McClelland, D. C. (1973). Testing for competence rather than for "intelligence". *American psychologist*, 28(1), 1–14.
77. McKinsey & Company, Inc. (2007). *Women Matter: Gender Diversity, a Corporate Performance Driver*. Pridobljeno 13. maja 2017 iz <http://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/gender-diversity-a-corporate-performance-driver>
78. Millet-Reyes, B. & Zhao, R. (2010). A comparison between one-tier and two-tier board structures in France. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21(3), 279–310.
79. 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.
80. Novak, K. N., Kralj, Ž. B. & Prijović, I. (2016). *Raziskava o prejemkih uprav in nadzornih svetov v Sloveniji v obdobju 2013–2015. Pregled razkritji v javnih delniških družbah, bankah in zavarovalnicah*. Ljubljana: Deloitte & Združenje nadzornikov Slovenije.
81. Nuždić, K. (2014). *Povezanost kakovosti nadzora, plačil nadzornim svetom in uspešnosti slovenskih javnih delniških družb v obdobju 2009–2012* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
82. OECD. (2004). *Načela korporativnega upravljanja OECD*. Pariz: Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj.
83. OECD. (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Pariz: OECD Publishing. Pridobljeno iz <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>
84. Pande, R. & Ford, D. (2011). Gender quotas and female leadership: A review (*Background paper for the World development report on gender*). Pridobljeno

13. maja 2017 iz: http://scholar.harvard.edu/files/rpande/files/gender_quotas_-_april_2011.pdf
85. Papakonstantinou, F. (2008). *Boards of directors: The value of industry experience*. Mimeo. Princeton University.
 86. Peij, S. C., Bezemer, P. J. & Maassen, G. F. (2012). The effectiveness of supervisory boards: an exploratory study of challenges in Dutch boardrooms. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 7(3), 191-208.
 87. Petrovic, J. (2008). Unlocking the role of a board director: a review of the literature. *Management Decision*, 46(9), 1373–1392.
 88. Platt, H. & Platt, M. (2012). Corporate board attributes and bankruptcy. *Journal of Business Research*, 65(8), 1139–1143.
 89. Priporočilo Komisije z dne 15. februarja 2005 o vlogi neizvršnih direktorjev ali članov nadzornega sveta javnih družb in o komisijah upravnega odbora ali nadzornega sveta. *Uradni list Evropske unije št. L 52/51*.
 90. Priporočilo Komisije z dne 9. aprila 2014 o kakovosti poročanja o upravljanju podjetja („upoštevac ali pojasni“). *Uradni list Evropske unije št. L 109/43*.
 91. Puni, A. (2015). Do board committees affect corporate financial performance? Evidence from listed companies in Ghana. *International Journal of Business and Management Review*, 3(5), 14–25.
 92. Rasmussen, J. (2015). Do Board Evaluations Measure Board Effectiveness? *International Studies of Management & Organization*, 45(1), 80–98.
 93. Sagadin, J. (2003). *Statistične metode za pedagoge*. Maribor: Obzorja.
 94. Sahay, R., Čihák, M. & drugo osebje IMF. (2018). *Women in Finance: A Case for Closing Gaps*. Washington: International Monetary Fund.
 95. Spencer, L. M. & Spencer, P. S. M. (2008). *Competence at Work: models for superior performance*. New York [etc.]: John Wiley & Sons.
 96. Sun, J., Cahan, S. F. & Emanuel, D. (2009). Compensation committee governance quality, chief executive officer stock option grants, and future firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 33(8), 1507–1519.
 97. Svetlik, I. (2005). O kompetencah. V M. S. Pezdirc (ur.), *Kompetence v kadrovske praksi*. Ljubljana: GV Izobraževanje.
 98. Torres-Reyna, O. (2007). *Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata (v.4.2)*. Princeton: Princeton University.
 99. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (2018). *Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2018*. Ljubljana: UMAR.
 100. Vafeas, N. (1999) Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142.
 101. Vazirani, N. (2010). Review paper: competencies and competency model - a brief overview of its development and application. *SIES Journal of management*, 7(1), 121–131.
 102. Vodopivec, M. (2017). *Raziskava o položaju žensk v upravnih in nadzornih organih v Slovenskih javnih delniških družbah* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

103. Wang, C., Xie, F. & Zhu, M. (2015). Industry expertise of independent directors and board monitoring. *Journal of Financial and Quantitative Analyses*, 50, 929–962.
104. Zattoni, A. & Cuomo, F. (2010). How independent, competent and incentivized should non-executive directors be? An empirical investigation of good governance codes. *British Journal of Management*, 21(1), 63–79.
105. Združenje nadzornikov Slovenije. (2010). *Sodelovanje uprav in nadzornih svetov v slovenskih podjetjih mora postati bolj učinkovito*. Pridobljeno 30. junija 2015 iz: http://www.zdruzenje-ns.si/zcnswb/sporocilo_show.asp?archivetype=new&tip=P&id=570
106. Združenje nadzornikov Slovenije. (2017, 19. december). *Povzetek anketne raziskave o korporativnem upravljanju in soupravljanju zaposlenih*. Pridobljeno 17. marca 2019 iz <https://www.zdruzenje-ns.si/mediji/aktualne-novice/povzetek-anketne-raziskave-o-korporativnem-upravljanju-in-soupravljanju-zaposlenih>.
107. Združenje nadzornikov Slovenije. (brez datuma). *Stališče UO ZNS glede rezultatov Raziskave o zastopanosti žensk v organih vodenja in nadzora javnih delniških družb v Sloveniji*. Pridobljeno 14. oktobra 2018 iz http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/stalisce_uo_za_raziskavo_o_clanstvu_zensk_v_u_in_ns__10.10.2011_zadnje.pdf

PRILOGE

Priloga 1: Post hoc test

Izkušnje

Tabela 1: Levenov test homogenosti varianc

	Levenov test	df1	df2	Stopnja značilnosti
Izkušnje	2,241	2	195	0,109

Tabela 2: Analiza variance za spremenljivko izkušnje

	Vsota kvadratov	Stopinje prostosti	Ocena variance	F-test	Stopnja značilnosti
Med skupinami	1,626	2	0,813	5,244	0,006
Znotraj skupin	30,232	195	0,155		
Skupaj	31,858	197			

Tabela 3: Tukeyjev post hoc test, analiza razlik med posameznimi obdobji

		Povprečje razlik	Standardna napaka	Stopnja značilnosti
Predkrizno	Krizno	-0,191*	0,062	0,007
	Pokrizno	-0,032	0,080	0,918
Krizno	Predkrizno	0,191*	0,062	0,007
	Pokrizno	0,160	0,078	0,102
Pokrizno	Predkrizno	0,032	0,080	0,918
	Krizno	-0,160	0,078	0,102

Legenda: * značilnost pod 5 %

Kompetence

Tabela 4: Levenov test homogenosti varianc

	Levenov test	df1	df2	Stopnja značilnosti
Kompetence	0,316	2	195	0,730

Tabela 5: Analiza variance za spremenljivko kompetence

	Vsota kvadratov	Stopinje prostosti	Ocena variance	F-test	Stopnja značilnosti
Med skupinami	4,970	2	2,485	7,546	0,001
Znotraj skupin	64,210	195	0,329		
Skupaj	69,179	197			

Tabela 6: Tukeyjev post hoc test

		Povprečje razlik	Standardna napaka	Stopnja značilnosti
Predkrizno	Krizno	-0,333*	0,091	0,001
	Pokrizno	-0,051	0,117	0,900
Krizno	Predkrizno	0,333*	0,091	0,001
	Pokrizno	0,282*	0,113	0,036
Pokrizno	Predkrizno	0,051	0,117	0,900
	Krizno	-0,282*	0,113	0,036

Legenda: * značilnost pod 5 %

Samoocenjevanje

Tabela 7: Levenov test homogenosti varianc

	Levenov test	Df 1	Df 2	Stopnja značilnosti
Samoocenjevanje	56,908	2	195	0

Tabela 8: Welch test

	Welch F	Df 1	Df 2	Stopnja značilnosti
Welch	23,876	2	90,363	0

Tabela 9: Games-Howellov post hoc test, analiza razlik med posameznimi skupinami za samoocenjevanje

		Povprečje razlik	Standardna napaka	Stopnja značilnosti
Predkrizno	Krizno	-0,3944*	0,067	0,000
	Pokrizno	-0,4722*	0,092	0,000
Krizno	Predkrizno	0,3944*	0,067	0,000
	Pokrizno	-0,0778	0,098	0,708
Pokrizno	Predkrizno	0,4722*	0,092	0,000
	Krizno	0,078	0,098	0,708

Legenda: * značilnost pod 5 %

Intenzivnost

Tabela 10: Levenov test homogenosti varianc

	Levenov test	Df 1	Df 2	Stopnja značilnosti
Intenzivnost	11,487	2	195	0,000

Tabela 11: Analiza variance za spremenljivko Intenzivnost

	Welch F	Df 1	Df 2	Stopnja značilnosti
Welch	4,236	2	87,956	0,018

Tabela 12: Games-Howellov post hoc test, analiza razlik med posameznimi skupinami za samoocenjevanje

		Povprečje razlik	Standardna napaka	Stopnja značilnosti
Predkrizno	Krizno	-1,4750*	0,570	0,029
	Pokrizno	-1,375	0,736	0,159
Krizno	Predkrizno	1,4750*	0,570	0,029
	Pokrizno	0,100	0,832	0,992
Pokrizno	Predkrizno	1,375	0,736	0,159
	Krizno	-0,100	0,832	0,992

Legenda: * značilnost pod 5 %

Priloga 2: Seznam vrednostnih papirjev, ki so kotirali na Ljubljanski borzi na dan 31.12.2015

Tabela 13: Seznam vrednostnih papirjev, ki so kotirali na Ljubljanski borzi na dan 31.12.2015

Zap. št.	Oznaka vrednostnega papirja	Naziv družbe	Kotacija	Začetek kotacije
1	AGOG	AG d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	31.03.2010
2	APAG	Alpetour potovalna agencija d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	02.08.2000
3	CETG	Cetis d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	10.03.1997
4	CICG	Cinkarna Celje d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	06.03.1998
5	DATR	Datalab tehnologije d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	04.05.2018
6	DPRG	Delo Prodaja d.d.	Trg delnic – Standardna kotacija	12.02.2001
7	GHUG	Union hoteli d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	05.01.2000
8	GRVG	Gorenje d.d.	Trg delnic – Prva kotacija	02.06.1998
9	GSBG	Tovarna olja Gea d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	30.07.1996
10	IEKG	Intereuropa d.d.	Trg delnic – Prva kotacija	12.01.1998
11	IHPG	Inles d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	08.10.1999
12	INRG	Intratrade ITA d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	20.10.1997
13	ITBG	Istrabenz d.d.	Trg delnic – Standardna kotacija	03.02.1997
14	JPIG	Javor Pivka d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	13.11.2000
15	KDHR	KD Group d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	05.02.2001
16	KRKG	Krka d.d.	Trg delnic – Prva kotacija	10.02.1997
17	KSFR	KS naložbe d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	24.12.2007
18	LKPG	Luka Koper d.d.	Trg delnic – Prva kotacija	20.11.1996
19	MAJG	Mlinotest d.d.	Trg delnic – Standardna kotacija	03.04.2000
20	MELR	Mercator d.d.	Trg delnic – Prva kotacija	04.04.1996
21	MKOG	Melamin d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	23.09.1996
22	MLHR	Modra Linija holding d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	20.11.2002
23	MR1R	M1 d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	04.08.2004
24	MTSG	Kompas MTS d.d.	Trg delnic – Standardna kotacija	08.12.2000
25	NALN	Nama d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	30.04.2004
26	NIKN	Nika d.d.	Trg delnic – Standardna kotacija	04.06.1991
27	PETG	Petrol d.d.	Trg delnic – Prva kotacija	05.05.1997
28	PILR	Pivovarna Laško d.d.	Trg delnic – Standardna kotacija	01.02.2000
29	POPG	Plama Pur d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	06.12.1999
30	POSR	Pozavarovalnica Sava d.d.	Trg delnic – Prva kotacija	12.06.2008
31	PPDT	Prva Group d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	28.08.2013
32	RGZR	Zdravilišče Rogaška d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	25.01.2011
33	SALR	Salus d.d.	Trg delnic – Standardna kotacija	13.08.1999
34	SAVA	Sava d.d.	Trg delnic – Standardna kotacija	21.12.2000

se nadaljuje

Tabela 13: Seznam vrednostnih papirjev, ki so kotirali na Ljubljanski borzi na dan 31.12.2015 (nad.)

Zap. št.	Oznaka vrednostnega papirja	Naziv družbe	Kotacija	Začetek kotacije
35	SING	Sivent d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	27.02.2008
36	SKDR	KD d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	21.12.2000
37	SMPR	ALTA Skupina d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	06.06.2011
38	STIR	Hram holding d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	27.01.2004
39	TCRG	Terme Čatež d.d.	Trg delnic – Standardna kotacija	26.08.1993
40	TEAG	Tekstina d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	12.02.1997
41	TLSG	Telekom Slovenije d.d.	Trg delnic – Prva kotacija	02.10.2006
42	UKIG	Unior d.d.	Trg delnic – Standardna kotacija	22.08.2011
43	VHDR	Vipa holding d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	05.11.2003
44	ZDDG	Terme Dobrna d.d.	Trg delnic – Vstopna kotacija	05.07.1999
45	ZTOG	Žito d.d.	Trg delnic – Standardna kotacija	20.03.2000
46	ZVTG	Zavarovalnica Triglav d.d.	Trg delnic – Prva kotacija	09.09.2008

Prirejeno po Ljubljanska borza d.d. (brez datuma k) in Ljubljanska borza d.d. (brez datuma l)

Priloga 3: Seznam uporabljenih letnih poročil za analizo

1. Alpetour, Potovalna agencija d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Alpetour, Potovalna agencija d.d. za leto 2005*. Kranj: Alpetour, Potovalna agencija d.d.
2. Alpetour, Potovalna agencija d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Alpetour, Potovalna agencija d.d. za leto 2006*. Kranj: Alpetour, Potovalna agencija d.d.
3. Alpetour, Potovalna agencija d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Alpetour, Potovalna agencija d.d. za leto 2007*. Kranj: Alpetour, Potovalna agencija d.d.
4. Alpetour, Potovalna agencija d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Alpetour, Potovalna agencija d.d. za leto 2008*. Kranj: Alpetour, Potovalna agencija d.d.
5. Alpetour, Potovalna agencija d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Alpetour, Potovalna agencija d.d. za leto 2009*. Kranj: Alpetour, Potovalna agencija d.d.
6. Alpetour, Potovalna agencija d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Alpetour, Potovalna agencija d.d. za leto 2010*. Kranj: Alpetour, Potovalna agencija d.d.
7. Alpetour, Potovalna agencija d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Alpetour, Potovalna agencija d.d. za leto 2011*. Kranj: Alpetour, Potovalna agencija d.d.
8. Alpetour, Potovalna agencija d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Alpetour, Potovalna agencija d.d. za leto 2012*. Kranj: Alpetour, Potovalna agencija d.d.
9. Alpetour, Potovalna agencija d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Alpetour, Potovalna agencija d.d. za leto 2013*. Kranj: Alpetour, Potovalna agencija d.d.
10. Alpetour, Potovalna agencija d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Alpetour, Potovalna agencija d.d. za leto 2014*. Kranj: Alpetour, Potovalna agencija d.d.
11. Alpetour, Potovalna agencija d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Alpetour, Potovalna agencija d.d. za leto 2015*. Kranj: Alpetour, Potovalna agencija d.d.
12. Cinkarna Celje d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. za leto 2005*. Celje: Cinkarna Celje d.d.
13. Cinkarna Celje d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. za leto 2006*. Celje: Cinkarna Celje d.d.
14. Cinkarna Celje d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. za leto 2007*. Celje: Cinkarna Celje d.d.
15. Cinkarna Celje d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. za leto 2008*. Celje: Cinkarna Celje d.d.
16. Cinkarna Celje d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. za leto 2009*. Celje: Cinkarna Celje d.d.
17. Cinkarna Celje d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. za leto 2010*. Celje: Cinkarna Celje d.d.
18. Cinkarna Celje d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. za leto 2011*. Celje: Cinkarna Celje d.d.
19. Cinkarna Celje d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. za leto 2012*. Celje: Cinkarna Celje d.d.
20. Cinkarna Celje d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. za leto 2013*. Celje: Cinkarna Celje d.d.

21. Cinkarna Celje d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. za leto 2014*. Celje: Cinkarna Celje d.d.
22. Cinkarna Celje d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. za leto 2015*. Celje: Cinkarna Celje d.d.
23. Delo Prodaja d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Delo Prodaja d.d. za leto 2005*. Ljubljana: Delo Prodaja d.d.
24. Delo Prodaja d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Delo Prodaja d.d. za leto 2006*. Ljubljana: Delo Prodaja d.d.
25. Delo Prodaja d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Delo Prodaja d.d. za leto 2007*. Ljubljana: Delo Prodaja d.d.
26. Delo Prodaja d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Delo Prodaja d.d. za leto 2008*. Ljubljana: Delo Prodaja d.d.
27. Delo Prodaja d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Delo Prodaja d.d. za leto 2009*. Ljubljana: Delo Prodaja d.d.
28. Delo Prodaja d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Delo Prodaja d.d. za leto 2010*. Ljubljana: Delo Prodaja d.d.
29. Delo Prodaja d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Delo Prodaja d.d. za leto 2011*. Ljubljana: Delo Prodaja d.d.
30. Delo Prodaja d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Delo Prodaja d.d. za leto 2012*. Ljubljana: Delo Prodaja d.d.
31. Delo Prodaja d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Delo Prodaja d.d. za leto 2013*. Ljubljana: Delo Prodaja d.d.
32. Delo Prodaja d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Delo Prodaja d.d. za leto 2014*. Ljubljana: Delo Prodaja d.d.
33. Delo Prodaja d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Delo Prodaja d.d. za leto 2015*. Ljubljana: Delo Prodaja d.d.
34. Gorenje d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2005*. Velenje: Gorenje d.d.
35. Gorenje d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2006*. Velenje: Gorenje d.d.
36. Gorenje d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2007*. Velenje: Gorenje d.d.
37. Gorenje d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2008*. Velenje: Gorenje d.d.
38. Gorenje d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2009*. Velenje: Gorenje d.d.
39. Gorenje d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2010*. Velenje: Gorenje d.d.
40. Gorenje d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2011*. Velenje: Gorenje d.d.
41. Gorenje d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2012*. Velenje: Gorenje d.d.

42. Gorenje d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2013*. Velenje: Gorenje d.d.
43. Gorenje d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2014*. Velenje: Gorenje d.d.
44. Gorenje d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. za leto 2015*. Velenje: Gorenje d.d.
45. Grand hotel Union d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. za leto 2005*. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
46. Grand hotel Union d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. za leto 2006*. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
47. Grand hotel Union d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. za leto 2007*. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
48. Grand hotel Union d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. za leto 2008*. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
49. Grand hotel Union d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. za leto 2009*. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
50. Grand hotel Union d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. za leto 2010*. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
51. Grand hotel Union d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. za leto 2011*. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
52. Grand hotel Union d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. za leto 2012*. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
53. Grand hotel Union d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. za leto 2013*. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
54. Grand hotel Union d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. za leto 2014*. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
55. Grand hotel Union d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Grand hotel Union d.d. za leto 2015*. Ljubljana: Grand hotel Union d.d.
56. Intereuropa d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. za leto 2005*. Koper: Intereuropa d.d.
57. Intereuropa d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. za leto 2006*. Koper: Intereuropa d.d.
58. Intereuropa d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. za leto 2007*. Koper: Intereuropa d.d.
59. Intereuropa d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. za leto 2008*. Koper: Intereuropa d.d.
60. Intereuropa d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. za leto 2009*. Koper: Intereuropa d.d.
61. Intereuropa d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. za leto 2010*. Koper: Intereuropa d.d.
62. Intereuropa d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. za leto 2011*. Koper: Intereuropa d.d.

63. Intereuropa d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. za leto 2012*. Koper: Intereuropa d.d.
64. Intereuropa d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. za leto 2013*. Koper: Intereuropa d.d.
65. Intereuropa d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. za leto 2014*. Koper: Intereuropa d.d.
66. Intereuropa d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. za leto 2015*. Koper: Intereuropa d.d.
67. Kompas MTS d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2005*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
68. Kompas MTS d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2006*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
69. Kompas MTS d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2007*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
70. Kompas MTS d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2008*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
71. Kompas MTS d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2007*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
72. Kompas MTS d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2008*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
73. Kompas MTS d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2009*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
74. Kompas MTS d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2010*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
75. Kompas MTS d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2011*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
76. Kompas MTS d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2012*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
77. Kompas MTS d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2013*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
78. Kompas MTS d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2014*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
79. Kompas MTS d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. za leto 2015*. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
80. Krka d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2005*. Novo mesto: Krka d.d.
81. Krka d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2006*. Novo mesto: Krka d.d.
82. Krka d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2007*. Novo mesto: Krka d.d.
83. Krka d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2008*. Novo mesto: Krka d.d.

84. Krka d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2009*. Novo mesto: Krka d.d.
85. Krka d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2010*. Novo mesto: Krka d.d.
86. Krka d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2011*. Novo mesto: Krka d.d.
87. Krka d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2012*. Novo mesto: Krka d.d.
88. Krka d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2013*. Novo mesto: Krka d.d.
89. Krka d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2014*. Novo mesto: Krka d.d.
90. Krka d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Krka d.d. za leto 2015*. Novo mesto: Krka d.d.
91. Luka Koper d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. za leto 2005*. Koper: Luka Koper d.d.
92. Luka Koper d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. za leto 2006*. Koper: Luka Koper d.d.
93. Luka Koper d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. za leto 2007*. Koper: Luka Koper d.d.
94. Luka Koper d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. za leto 2008*. Koper: Luka Koper d.d.
95. Luka Koper d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. za leto 2009*. Koper: Luka Koper d.d.
96. Luka Koper d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. za leto 2010*. Koper: Luka Koper d.d.
97. Luka Koper d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. za leto 2011*. Koper: Luka Koper d.d.
98. Luka Koper d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. za leto 2012*. Koper: Luka Koper d.d.
99. Luka Koper d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. za leto 2013*. Koper: Luka Koper d.d.
100. Luka Koper d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. za leto 2014*. Koper: Luka Koper d.d.
101. Luka Koper d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Luka Koper d.d. za leto 2015*. Koper: Luka Koper d.d.
102. Mercator d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d. za leto 2005*. Ljubljana: Mercator d.d.
103. Mercator d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d. za leto 2006*. Ljubljana: Mercator d.d.
104. Mercator d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d. za leto 2007*. Ljubljana: Mercator d.d.

105. Mercator d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d. za leto 2008*. Ljubljana: Mercator d.d.
106. Mercator d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d. za leto 2009*. Ljubljana: Mercator d.d.
107. Mercator d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d. za leto 2010*. Ljubljana: Mercator d.d.
108. Mercator d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d. za leto 2011*. Ljubljana: Mercator d.d.
109. Mercator d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d. za leto 2012*. Ljubljana: Mercator d.d.
110. Mercator d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d. za leto 2013*. Ljubljana: Mercator d.d.
111. Mercator d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d. za leto 2014*. Ljubljana: Mercator d.d.
112. Mercator d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d. za leto 2015*. Ljubljana: Mercator d.d.
113. Mlinotest d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. za leto 2005*. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
114. Mlinotest d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. za leto 2006*. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
115. Mlinotest d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. za leto 2007*. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
116. Mlinotest d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. za leto 2008*. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
117. Mlinotest d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. za leto 2009*. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
118. Mlinotest d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. za leto 2010*. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
119. Mlinotest d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. za leto 2011*. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
120. Mlinotest d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. za leto 2012*. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
121. Mlinotest d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. za leto 2013*. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
122. Mlinotest d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. za leto 2014*. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
123. Mlinotest d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. za leto 2015*. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
124. Nama d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Nama d.d. za leto 2005*. Ljubljana: Nama d.d.
125. Nama d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Nama d.d. za leto 2006*. Ljubljana: Nama d.d.

126. Nama d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Nama d.d. za leto 2007*. Ljubljana: Nama d.d.
127. Nama d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Nama d.d. za leto 2008*. Ljubljana: Nama d.d.
128. Nama d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Nama d.d. za leto 2009*. Ljubljana: Nama d.d.
129. Nama d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Nama d.d. za leto 2010*. Ljubljana: Nama d.d.
130. Nama d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Nama d.d. za leto 2011*. Ljubljana: Nama d.d.
131. Nama d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Nama d.d. za leto 2012*. Ljubljana: Nama d.d.
132. Nama d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Nama d.d. za leto 2013*. Ljubljana: Nama d.d.
133. Nama d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Nama d.d. za leto 2014*. Ljubljana: Nama d.d.
134. Nama d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Nama d.d. za leto 2015*. Ljubljana: Nama d.d.
135. Petrol d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2005*. Ljubljana: Petrol d.d.
136. Petrol d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2006*. Ljubljana: Petrol d.d.
137. Petrol d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2007*. Ljubljana: Petrol d.d.
138. Petrol d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2008*. Ljubljana: Petrol d.d.
139. Petrol d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2009*. Ljubljana: Petrol d.d.
140. Petrol d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2010*. Ljubljana: Petrol d.d.
141. Petrol d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2011*. Ljubljana: Petrol d.d.
142. Petrol d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2012*. Ljubljana: Petrol d.d.
143. Petrol d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2013*. Ljubljana: Petrol d.d.
144. Petrol d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2014*. Ljubljana: Petrol d.d.
145. Petrol d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d. za leto 2015*. Ljubljana: Petrol d.d.
146. Pivovarna Laško d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2005*. Laško: Pivovarna Laško d.d.

147. Pivovarna Laško d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2006*. Laško: Pivovarna Laško d.d.
148. Pivovarna Laško d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2007*. Laško: Pivovarna Laško d.d.
149. Pivovarna Laško d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2008*. Laško: Pivovarna Laško d.d.
150. Pivovarna Laško d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2009*. Laško: Pivovarna Laško d.d.
151. Pivovarna Laško d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2010*. Laško: Pivovarna Laško d.d.
152. Pivovarna Laško d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2011*. Laško: Pivovarna Laško d.d.
153. Pivovarna Laško d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2012*. Laško: Pivovarna Laško d.d.
154. Pivovarna Laško d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2013*. Laško: Pivovarna Laško d.d.
155. Pivovarna Laško d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2014*. Laško: Pivovarna Laško d.d.
156. Pivovarna Laško d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. za leto 2015*. Laško: Pivovarna Laško d.d.
157. Terme Dobrna d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. za leto 2005*. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
158. Terme Dobrna d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. za leto 2006*. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
159. Terme Dobrna d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. za leto 2007*. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
160. Terme Dobrna d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. za leto 2008*. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
161. Terme Dobrna d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. za leto 2009*. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
162. Terme Dobrna d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. za leto 2010*. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
163. Terme Dobrna d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. za leto 2011*. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
164. Terme Dobrna d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. za leto 2012*. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
165. Terme Dobrna d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. za leto 2013*. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
166. Terme Dobrna d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. za leto 2014*. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
167. Terme Dobrna d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. za leto 2015*. Dobrna: Terme Dobrna d.d.

168. Tovarna olja GEA d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Tovarna olja GEA d.d. za leto 2005*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja GEA d.d.
169. Tovarna olja GEA d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Tovarna olja GEA d.d. za leto 2006*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja GEA d.d.
170. Tovarna olja GEA d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Tovarna olja GEA d.d. za leto 2007*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja GEA d.d.
171. Tovarna olja GEA d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Tovarna olja GEA d.d. za leto 2008*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja GEA d.d.
172. Tovarna olja GEA d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Tovarna olja GEA d.d. za leto 2009*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja GEA d.d.
173. Tovarna olja GEA d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Tovarna olja GEA d.d. za leto 2010*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja GEA d.d.
174. Tovarna olja GEA d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Tovarna olja GEA d.d. za leto 2011*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja GEA d.d.
175. Tovarna olja GEA d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Tovarna olja GEA d.d. za leto 2012*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja GEA d.d.
176. Tovarna olja GEA d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Tovarna olja GEA d.d. za leto 2013*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja GEA d.d.
177. Tovarna olja GEA d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Tovarna olja GEA d.d. za leto 2014*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja GEA d.d.
178. Tovarna olja GEA d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Tovarna olja GEA d.d. za leto 2015*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja GEA d.d.
179. Žito d.d. (2005). *Letno poročilo podjetja Žito d.d. za leto 2005*. Ljubljana: Žito d.d.
180. Žito d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Žito d.d. za leto 2006*. Ljubljana: Žito d.d.
181. Žito d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Žito d.d. za leto 2007*. Ljubljana: Žito d.d.
182. Žito d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Žito d.d. za leto 2008*. Ljubljana: Žito d.d.
183. Žito d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Žito d.d. za leto 2009*. Ljubljana: Žito d.d.
184. Žito d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Žito d.d. za leto 2010*. Ljubljana: Žito d.d.
185. Žito d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Žito d.d. za leto 2011*. Ljubljana: Žito d.d.
186. Žito d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Žito d.d. za leto 2012*. Ljubljana: Žito d.d.
187. Žito d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Žito d.d. za leto 2013*. Ljubljana: Žito d.d.
188. Žito d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Žito d.d. za leto 2014*. Ljubljana: Žito d.d.
189. Žito d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Žito d.d. za leto 2015*. Ljubljana: Žito d.d.