

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

NAGRAJEVANJE MENEDŽERJEV Z DELNICAMI IN OPCIJAMI

Ljubljana, januar 2010

MATEJA VOLK

IZJAVA

Študent/ka Mateja Volk izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom prof. dr. Mateja Lahovnika, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

Kazalo

Uvod.....	1
1 Splošno o nagrajevanju.....	1
1.1 Finančne nagrade.....	3
1.2 Nefinančne nagrade.....	3
1.3 Vpliv menedžerja na motiviranost zaposlenih.....	3
1.4 Kako se poveča uspešnost na račun nagrajevanja?.....	6
1.5 Različne vrste nagrajevanja.....	7
1.5.1 Nagrajevanje z denarjem.....	7
1.5.2 Nagrajevanje z delnicami in opcijami.....	8
1.5.3 Nagrajevanje z različnimi darili.....	9
1.5.4 Prednosti in slabosti nagrajevanja.....	10
2 Nagrajevanje z opcijami in delnicami.....	16
2.1 Splošno o opcijah.....	16
2.2 Splošno o delnicah.....	21
2.3 Delniške opcije.....	22
2.4 Nagrajevanje z delnicami in opcijami skozi čas.....	22
2.5 Sedanje stanje in pričakovanja.....	25
3 Nagrajevanje menedžerjev z delnicami in opcijami.....	26
3.1 Pogostost uporabe opcijskega nagrajevanja pri nas in v tujini.....	28
3.2 Vpliv nagrajevanja z delnicami in opcijami na motivacijo menedžerjev za doseganje boljših rezultatov.....	33
3.3 Prednosti in slabosti obeh oblik nagrajevanja.....	37
3.4 Nagrajevanje z delnicami in opcijami v slovenski zakonodaji.....	39
3.5 Davčni vidik.....	40
3.6 Priporočila komisije Evropske unije o nagrajevanju z delnicami in opcijami.....	43
Sklep.....	44
Literatura in viri.....	46

Kazalo slik

Slika 1: Struktura plače	2
Slika 2: Porazdelitev odgovornosti za ustvarjanje motivacijskega okolja po hierarhičnih nivojih v organizaciji	4
Slika 3: Razmerje med trenutno tržno ceno osnovnega instrumenta oziroma oblike in teoretično vrednostjo nakupne ter prodajne opcije	18

Kazalo tabel

Tabela 1: Prednosti in slabosti denarnih nagrad.....	10
Tabela 2: Prednosti in slabosti opcij	11
Tabela 3: Razvrstitev nakupne in prodajne opcije glede na višino izvršilne cene in trenutne tržne cene delnice	17

Uvod

Uspešnost podjetja temelji na strokovno in visoko motivirani delovni sili. Pogosto vprašanje, ki se nam zastavlja je, kako motivirati zaposlene, da bodo več in bolje delali, kaj pripomore k motivaciji, ali so to delovni izzivi, nedenarne bonitete, variabilne nagrade itd.

Razvojno usmerjena podjetja vedno bolj povečujejo variabilni del osebnega dohodka zaposlenih ter nagrajevanje povezujejo s poslovno uspešnostjo.

V diplomski nalogi sem se omejila na nagrajevanje menedžerjev. Visoka izplačila menedžerjev v evropskih državah v zadnjem času zbuja zgražanja v javnosti kot tudi v politiki. Nemška kanclerka Angela Merkel je decembra 2008 prva obsodila pretirano visoka izplačila menedžerjev. Povod je bila objava podatkov o prejemkih direktorja Porscheja Wendlina Wiedekinga in njegovih sodelavcev. Sama ne vidim napake v pretiranem nagrajevanju, ampak v tem, da so enako kot uspešni menedžerji plačani tudi tisti, ki so podjetja pripeljali na rob ali pa v stečaj.

Diplomsko nalogo sem napisala v treh sklopih. V prvem sem obravnavala finančne in nefinančne nagrade. Opisala sem, kako mora vodstvo vplivati na motivacijo in zadovoljstvo zaposlenih ter v dobrobit organizacije. Menedžer je tisti, ki mora imeti domišljijo, da ugotovi, kaj delavca motivira. Uspešnost podjetja naj bi bila tista, ki naj bi zaposlene še bolj spodbujala k pripadnosti podjetju in produktivnosti. V drugem delu sem se opredelila na nagrajevanje z delnicami in opcijami ter delniškimi opcijami, zgodovini delnic in opcij ter današnjimi pričakovanji o razvoju tovrstnega nagrajevanja. V zadnjem delu pa sem se poglobila v nagrajevanje menedžerjev z delnicami in opcijami, pogostost tega nagrajevanja, davčni vidik ter priporočila Evropske komisije o nagrajevanju z delnicami in opcijami.

Mislím, da je ta način nagrajevanja učinkovito sredstvo za izenačitev tako interesov menedžerjev kot interesov delničarjev in lastnikov. Če pada cena delnice, tudi menedžer izgublja svoje premoženje. Največji problem tovrstnega nagrajevanja je »prenapihnjena« vrednost delnice ter pohlep menedžerjev in vodilnih po čim višjih, v večini primerov neutemeljeno visokih prejemkih.

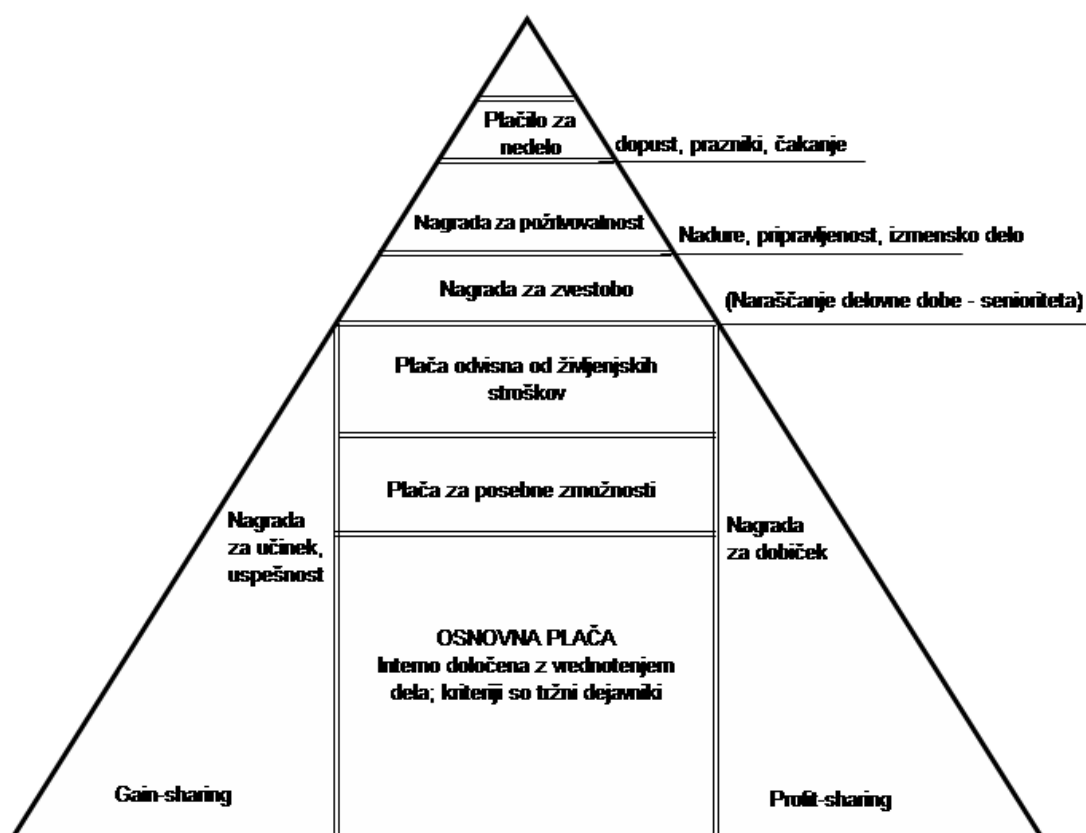
1 Splošno o nagrajevanju

Človeka delo vznemirja in vzbuja njegov osebni interes. Človek pa lahko odnos do svojega dela spremeni, če se počuti polnopravni član družbe in nima občutka, da je izkoriščen (Friedmann, 1959, str. 397).

Zaposleni v zameno za svojo pripadnost na delu, lojalnost podjetju in opravljanje svojega dela zahtevajo plačo in nagrade, kot so ugodnosti, napredovanje, pohvale, soodločanje, samostojnost, občutek notranjega zadovoljstva in ponosa nad opravljenim delom. Povračila v obliki nagrade, ki morajo slediti uspešno opravljenemu delu posameznika, predstavlja nagrajevanje (Kerševan, 2000, str. 142).

Da bom lahko analizirala sistem nagrajevanja, bom določila še osnovne elemente, na katerih se to nagrajevanje izvaja. V primeru zaposlenih, je to plačilo za delo oz. plača. Na grobo jo delimo na fiksni in variabilni del, kar prikažem v Sliki 1.

Slika 1: Struktura plače



Vir: B. Lipičnik, Ravnanje z ljudmi pri delu, 1998, str.208.

Ločimo stalni in giblivi del prejemkov. Stalni del prejemkov je odvisen od dela, ki ga nekdo opravlja, giblivi pa od tega, kako ga posameznik opravlja uspešno. Stalni del prejemkov je enak za enaka dela, medtem ko je giblivi del spremenljiv glede na uspešnost posameznika. Tako stalni kot spremenljivi del prejemkov ter druge finančne ugodnosti sodijo med finančne nagrade (Zupan, 2001, str. 19).

1.1 Finančne nagrade

Zaposlene naj bi s finančno nagrado, ki je sorazmerna z uspešnostjo podjetja, motivirali za boljše delo (Kanjuro Mrčela, 1999, str. 154).

Finančne nagrade so osnova za izboljšanje finančnega stanja zaposlenih. Osnovna plača je fiksni del plače, je osnovna finančna nagrada zaposlenega, odvisna od zahtevnosti dela, ki ga zaposleni opravlja ter od števila opravljenih delovnih ur. Vsako podjetje mora prilagoditi sistem plač glede na svoje značilnosti. Upoštevati mora zakone in predpise. Variabilni del plače pa predstavljajo različna plačila, ki so rezultat uspešnosti zaposlenega, odgovornosti in pomembnosti dela, ki ga zaposleni opravlja ter uspešnosti organizacije. Sem sodi plača za posebne sposobnosti (posebna znanja: tuji jeziki, ročne spretnosti), plača odvisna od življenjskih stroškov, nagrada za zvestobo, nagrada za požrtvovalnost (dežurstva, nadure, delo v izmenah), plačilo za nedelo (dopust, bolniški dopust), nagrada za uspešnost in nagrada za dobiček.

Ker se bom v diplomski nalogi osredotočila na nagrajevanje, bom poleg finančnih nagrad predstavila tudi nefinančne nagrade.

1.2 Nefinančne nagrade

Raziskovalci in znanstveniki pripisujejo nefinančnim nagradam velik pomen pri izboljšanju produktivnosti, čeprav ne sodijo v plačilni sistem.

Namen nefinančnih nagrad je namreč zgolj v usmerjanju in nagrajevanju razvoja posameznika skozi možnosti in kariero (Lipičnik, 1998, str. 247).

Med nefinančne nagrade (Zupan, 2006, str. 6-7) spadajo varno in zdravo delovno okolje, nov naziv, urejena prehrana med delovnim časom, parkirni prostor, športna rekreacija, brezplačni ogledi športnih in kulturnih prireditev, ki jih sponzorira podjetje, počitniško delo za otroke zaposlenih, uporaba počitniških zmogljivosti, fleksibilni delovni čas, dodeljena željena delovna naloga in delo z manj nadzora ter ugled, ki ga podjetje nudi, varnost zaposlitve, dober kolektiv in sistemi, ki omogočajo napredovanje posameznika in doseganje uspešnosti. Nefinančne nagrade so namenjene predvsem izboljšanju delovne klime ter povečanju privlačnosti delovnega mesta in časa, ki ga zaposleni preživi na delovnem mestu.

1.3 Vpliv menedžerja na motiviranost zaposlenih

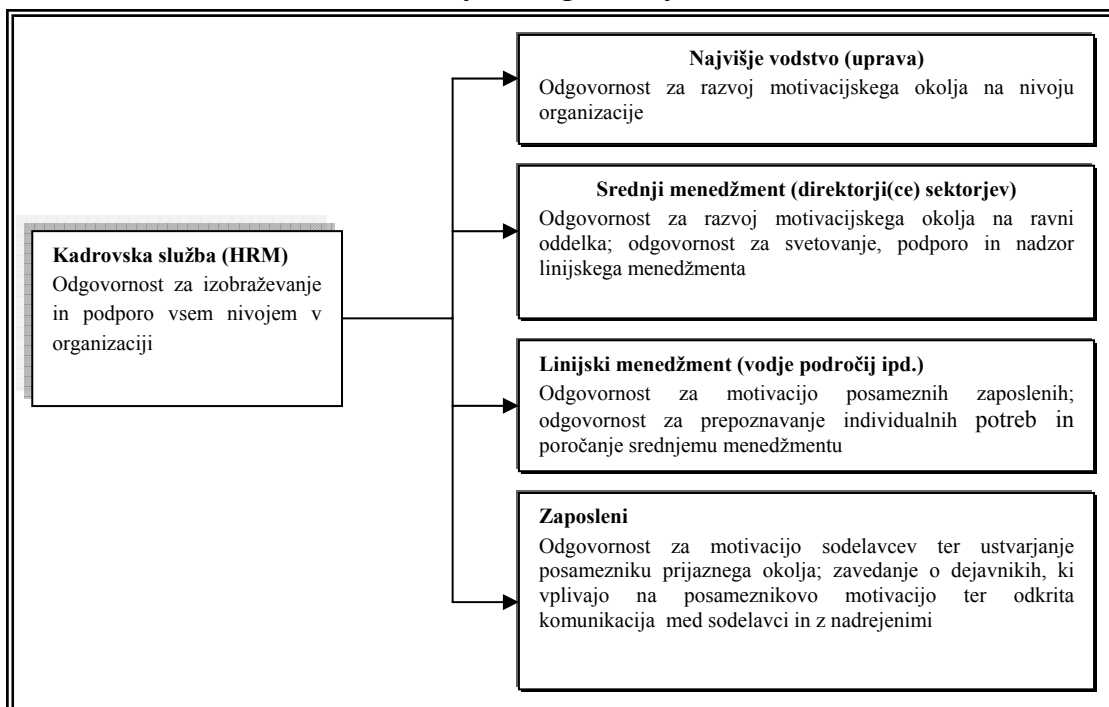
Da podjetje uresniči svojo strategijo, morajo biti zaposleni pravilno motivirani in zavzeti za delo, saj imajo le takšni željo ostati del podjetja.

Motivacijski dejavniki ali dejavniki rasti so elementi dela, ki ga posameznik opravlja. To so: doseganje, priznanje oz. pohvala za doseganje, delo samo, odgovornost, ki jo mora zaposleni sam izkazovati na delu, rast in napredovanje. Ti dejavniki zadovoljujejo višje potrebe in posamezniku omogočajo občutiti zadovoljstvo pri delu ter ga zanj motivirajo (Daft, 2001, str. 415).

Pri izboljšanju poslovnih rezultatov, katerim sledi nagrada, je najpogostejše vprašanje zagotovo motiviranost zaposlenih. Za oblike variabilnih plačil je predvsem značilno, da se z njimi želi povečati motivacijo zaposlenih z namenom povečanja uspešnosti poslovanja družbe. Vendar po raziskavah (Ribič, 2000, str. 53), pridobljenih na vzorcu 30% zelo uspešnih podjetij v Sloveniji, variabilni delež predstavlja samo 10% plače, v Ameriki se giblje okoli 30%. Razlog za tako majhen variabilni del je predvsem v tem, da ljudje še niso pripravljeni prevzeti odgovornosti za uspešnost ter v bojazni, da bodo cilje postavili previsoko oz. zastavljenih ciljev ne bodo dosegli. Cilj variabilnega dela je predvsem ta, da bi spodbudili zaposlene, da bi delali bolje, saj le tako lahko podjetje raste.

Cajnko Javornik (2009, str. 48) ugotavlja, da je hiter pregled letnih poročil 16-ih pomembnejših borznih družb pokazal, da jih variabilni del plačila uporablja večina, pri več kot tretjini pa je ta dosegal tudi blizu 40% vseh prejemkov ali več. Vsekakor to ni veliko, ker so bile nagrade šefov velikih družb zelo velike napram njihovim rednim plačam.

Slika 2: Porazdelitev odgovornosti za ustvarjanje motivacijskega okolja po hierarhičnih nivojih v organizaciji



Vir: S. Snell & J. Dean, Integrated manufacturing and human resource management: A human capital perspective, 1992, str. 468.

Vprašanje, ki se nam začne postavljati je, kdo je odgovoren za vzpostavitev motivacijskega okolja. S Sliko 2 prikažem, kako mora najvišje vodstvo s strategijo, politiko in postopki odločanja vplivati na motivacijo zaposlenih na ravni celotne organizacije, poskrbeti mora, da je poslanstvo organizacije razumljivo vsem zaposlenim. Naloga srednjega menedžmenta je vzpostavitev motivacijske klime v vseh oddelkih, odgovornost linijskega menedžmenta je v oblikovanju delovnih mest, prepoznavanju potreb posameznikov in vplivanju na zadovoljstvo in motivacijo zaposlenih. Tudi posameznik je odgovoren za ustvarjanje pozitivne motivacijske klime v organizaciji in sicer s pripadnostjo organizaciji, ki se odraža v dobrih medsebojnih odnosih, podpori, spoštovanju in delu v dobrobit organizacije. Kadrovska služba pa mora poskrbeti za izobraževanje menedžmenta.

Danes so dobri poslovni rezultati posledica uspešnega sistema nagrajevanja in motiviranja zaposlenih. Zanimanje za sodobnejše načine motiviranja je tako tudi v slovenskih podjetjih čedalje večje. Menedžer za dobro obvladovanje in upravljanje podjetja danes potrebuje tako finančne kot nefinančne informacije, to so lojalnost potrošnikov, motivacija in zadovoljstvo zaposlenih, intelektualni potencial, ugled podjetij itd. Nefinančna merila poslovne uspešnosti se pri nas šele uvajajo, nanašajo se na odnos do zaposlenih, delovno uspešnost posameznikov in skupin, hitrost učenja in obvladanja procesov ter ustvarjanja intelektualnega potenciala podjetij. Danes predstavlja konkurenčno prednost nova ideja, ki jo je težko posnemati, to pa lahko omogočajo le zaposleni, ki so dobro motivirani. Slab odnos menedžerja do zaposlenih povzroča njihovo nemotiviranost, lahko pa tudi povzroči odhod kadrov, ki so najbolj zaslužni za uspešnost in razvoj podjetja.

Menedžerji so tisti, ki morajo znati pohvaliti, spodbujati in nagraditi zaposlenega ter zastaviti cilje podjetja. Znati morajo motivirati, oceniti profil delovnega mesta in profil zaposlenega ter poskrbeti za njegov osebni in strokovni razvoj. Menedžer mora imeti poleg znanja tudi domišljijo, saj mora marsikdaj sam ugotoviti, kaj zaposlene motivira.

Kejžar (2000, str. 1-2) je po ravnanju razdelil menedžerje v 3 vrste: zastarele (avtokratske), nerazvite (neizoblikovane) in sodobne. Zastareli menedžerji delajo najhujše napake, saj ne informirajo zaposlenih, jim omejujejo osebni in strokovni razvoj ter z njimi manipulirajo na skrajno nekulturen način, saj kršijo osnovna pravila dostojnega ravnanja. Neizraziti oz. neizoblikovani menedžerji so tisti, ki za vlogo vodij niso primerni, niso primerno usposobljeni oz. ne znajo izvajati organizacijskih in vodstvenih del. Sodobni menedžerji pa so tisti, ki so z menedžerskim izobraževanjem dosegli usposobljenost in s primernim vodenjem uresničujejo cilje podjetij.

Menedžment mora poskrbeti tudi za nenehno izobraževanje zaposlenih, to mora biti ena izmed njihovih glavnih obveznosti, saj le tako vzdržuje zaposlene v toku s tekmovalnostjo z okoljem in razvojem.

Dober menedžer mora biti oseba, ki je dobra v komuniciranju, sodelovanju in timskem delu, imeti mora prepričevalno moč, smisel in znanja za analitično delo, znati mora poslušati, zavzemati se mora za nova znanja, ustvarjati mora organizacijske kulture za sodoben čas ter uresničevati vizije. Hodgetts (2002, str. 46) pojasnjuje, da je glavna lastnost motivatorjev povezana s pozitivnimi čustvi. Zaposleni izkažejo 80% njihovih sposobnosti, če jih vodilni podpirajo v prepoznavanju, napredovanju, osebnosti rasti.

1.4 Kako se poveča uspešnost na račun nagrajevanja?

„Ljudi plačajte pošteno, nato pa se potrudite, da takoj pozabijo na denar.“ (Alfie Kohn v Gruban, 2007b).

Ugotavljanje in ocenjevanje delovne uspešnosti so osnove za kasnejše nagrajevanje zaposlenih, prav tako služijo tovrstne metode za informiranje vseh ravni v podjetju, tako politike, podjetja, kot delavcev o rezultatih njihovega dela. Delovna uspešnost se lahko, če izhajamo iz dejstva, da je sestavljena iz znanja, usposobljenosti ter aktivnosti posameznika, ugotavlja tako za posameznika ali skupino, kot tudi za vse zaposlene v podjetju, kadar opazujemo opredeljene dejavnike kot skupek vseh aktivnosti in znanj. Doseženi rezultati delovne uspešnosti, kot jih pridobimo z ugotavljanjem, so izraženi v fizičnih ali vrednostnih enotah (Juranič, 1995, str. 62).

Glede na to, da lastniki podjetij sledijo dobičku, iščejo mehanizme, s katerimi bi vplivali na menedžerje in zaposlene, da bi delali za dobrobit podjetja. Za razvite tržne ekonomije velja, da je uspešnost podjetij odvisna od poslovnih rezultatov podjetja in nagrajevanja zaposlenih.

Uspešnost podjetja spodbuja zaposlene, da so še bolj zainteresirani za nadaljnji uspeh podjetja, poudarja se pripadnost, produktivnost, povečuje se motivacija, izboljša se tudi kakovost delovnih mest in zadovoljstvo z delom.

Ustrezno in učinkovit oblikovan sistem nagrajevanja in motiviranja zaposlenih je za organizacijo ključen, če želi uresničiti (dolgoročne) cilje poslovne uspešnosti. Strategija plač in nagrajevanja je ustrezna, če pri njenemu oblikovanju upoštevamo analizo okolja (socialni sporazum, zakonske omejitve, trg dela ipd.) ter poslovno strategijo organizacije in kadrovske strategijo (Zupan v Možina, 2002, str. 292).

Ustrezen sistem nagrajevanja je zelo pomemben za podjetje, saj le-ta zaposlene v podjetju motivira za doseganje boljših delovnih rezultatov, hkrati pa lahko prepreči odhod dobrih kadrov.

Sistemi nagrajevanja so zasnovani tako, da dosegajo več med seboj povezanih ciljev, npr.: izboljšanje produktivnosti in zadovoljstva kupcev, nadzor stroškov, pravično obravnavanje

zaposlenih, spodbujanje uspešnosti posameznika ali skupine ipd. (Milkovich & Boudreau, 1997, str. 461).

Napaka, ki jo naredi večina podjetij je, da izhajajo pri načrtovanju sistema nagrajevanja iz izkušenj drugih, saj ne gradijo sistema na podlagi organizacijske kulture in specifik njihovega podjetja ter vizije, ki jo ima podjetje (Gruban, 2007a, str. 18).

1.5 Različne vrste nagrajevanja

1.5.1 Nagrajevanje z denarjem

Vsaka nagrada mora imeti smisel, ocenjevanje zaposlenih pa mora biti pravično in sistematično. Denarna nagrada je ena izmed glavnih spodbud in je najbolj razširjena, ni pa edina. Denarno nagrajevanje danes marsikdo razume napačno, saj ga razume kot dejavnik nezadovoljstva in ne kot motivator, saj je v veliki večini kratkoročni spodbujevalec vedenja in mišljenja zaposlenih pri uresničevanju zastavljenih ciljev podjetij. Preveliko denarno nagrajevanje potegne za seboj manjši dobiček, premajhno pa nezadovoljstvo in odpovedi delovnih razmerij med zaposlenimi.

Kdaj denarna spodbuda deluje res motivacijsko? Denar deluje pretežno kot motivator in ne zgolj kot higienik le pod tremi pogoji (Gruban, 2007b):

1. Nagrada je namenjena za izjemne dosežke in trud in ne vsakodnevne rezultate!
2. Nagrada je v občutnem znesku in ne... napitnina!
3. Nagrada je po frekvenci občasna (ne recimo vsakomesečna).

Ali je denar učinkovit kot motivacijsko sredstvo, imajo različni avtorji različne teorije. Maslow (1954, str. 58-59) vidi denar kot sredstvo za zadovoljevanje fizioloških potreb ter potreb po varnosti; kako velika je motivacijska moč, je odvisno od zadovoljenosti teh potreb. Herzberg (1990, str. 49-75) pa trdi, da mora biti osnovna plača zadostna, da ne vpliva na zaposlenčev nezadovoljstvo, variabilen delež plače pa je tisti, s katerim vplivamo na motiviranost posameznika. Zanj je tudi najpomembnejše priznanje, da zaposlenec dobro dela (Herzberg, 1987, str. 111-124). Zupanova se strinja s Herzbergom v smislu, da je takšen način razmišljanja pravilen za tiste zaposlene, ki imajo dovolj visoko plačo (Zupan, 2001, str. 119).

Dejstvo je, da bo bil dobro plačan delavec bolj motiviran delati zahtevnejše delo kot delavec z nižjo plačo, saj je višja plača tudi odraz vloženega truda in delavčeve zavesti po boljšem poslovanju podjetja.

Denar pa vsekakor ni edini motivator; v literaturi najdemo še druge, kot so zanimivo delo, dobri odnosi s sodelavci, možnost dokazovanja delovnih sposobnosti, zanesljivost zaposlitve itd.

Zupanova (2008, str. 105) je mnenja, da bi moralo biti motiviranje posameznika čim bolj prilagojeno posamezniku, da bi se razvijalo nagrajevanje glede na posameznika, da bi se zaposleni sam odločil, ali bo vzel denarno nagrado ali npr. namenil sredstva pokojninskemu zavarovanju ali usposabljanju.

1.5.2 *Nagrajevanje z delnicami in opcijami*

Nagrajevanje z delnicami in opcijami je pogojeno z rastjo vrednosti delnic podjetja. Z opcijskim nagrajevanjem se izenačijo cilji menedžerjev in delničarjev, saj menedžerji ne odločajo le v svojo korist ampak tudi v korist delničarjev. Menedžerji zasledujejo dolgoročne cilje, večjo vrednost delnic in večjo konkurenčnost podjetja. Če pada cena delnice, tudi menedžer izgublja premoženje.

Podeljevanje opcij kot nagrad je naložba v visoko usposobljene strokovne kadre, kar je v času globalizacije bistvenega pomena in vodi v večjo konkurenčnost družbe, obenem pa povečuje tržno vrednost podjetja (Dakič & Debeljak, 1999, str. 314). Nagrajevanje z delnicami sicer navajajo le nekateri evropski kodeksi (francoski, nizozemski, danski, nemški, irski in britanski), kar pa ne pomeni, da v drugih državah to ni mogoče. Nizozemski kodeks SCGOP Priročnik in smernice (angl. *Handbook and Guidelines*) določa, da je razkrivanje nagrade potrebno le, če nagrajevanje zmanjšuje zasluge na delnico. To pomeni, da je treba poročati takrat, ko je del nagrajevanja neposredno ali posredno vezan na rast delnic. Takšno nagrajevanje priporočajo skoraj vsi kodeksi v EU. Britanski kodeks ISC (angl. *Statement of best practice*) pri tem še določa, da morajo v letnem poročilu obvezno biti tudi vsi prejemki, ki jih menedžer pridobi iz hvaležnosti ali mimo pogodbe (Krašovec, 2003).

Nagrajevanje z opcijskimi pogodbami lahko opredelimo kot način nagrajevanja, pri katerem član uprave ali nadzornega sveta sklene z gospodarsko družbo, v kateri zaseda mesto člana uprave ali nadzornega sveta, opcijsko pogodbo, v skladu s katero bo po preteku določenega časa upravičen od družbe kupiti določeno količino delnic po ceni, ki praviloma ne sme biti nižja od tržne cene delnice v času sklenitve opcijske pogodbe (Šešok, 2002, str. 11).

Slabost opcijskega nagrajevanja je predvsem ta, da so takšne nagrade odvisne od delovanja trgov. Tudi dobro delujoči trgi dopuščajo prikaz slabosti finančnih trgov. Trg mora pravilno zaznati rast oziroma padec cene delnice ter cena delnice na trgu mora biti odraz dejanskega stanja družbe. Na tržno ceno delnice vplivajo še borzni trendi, inflacija, obresti, razne špekulacije udeležencev itd., zato, če je rast ali padec cen popačen, opcijsko nagrajevanje ni primerno, prejete nagrade iz tega naslova pa so neustrezne (Združenje Manager, 2000).

Najpogostejše oblike finančne participacije so naslednje (Združenje Manager,2000):

1. **opcijski delniški program** (angl. *Share Option Plans, Stock Option Plans*): delniške opcije, ki jih zaposleni pridobi pod določenimi pogoji, v prihodnosti omogočajo nakup delnic po ceni, ki je bila določena ob dodelitvi delniških opcij,
2. **nakupni delniški program** (angl. *Share Purchase Plans*): zaposleni imajo možnost nakupa delnic podjetja po tržni ceni ali s popustom. Zaposleni delnice kupijo iz izdaj novih delnic ali pa iz dela nagrad oz. plač zaposlenih. Če podjetja pri nakupih delnic zaposlenim izplačajo še dodatne prejemke v obliki delnic ali denarja, gre za varčevalne delniške programe (angl. *Share Savings Plans*),
3. **darilni delniški program** (angl. *Gift of Shares*): zaposlenim podeli podjetje delnice brezplačno.

1.5.3 *Nagrajevanje z različnimi darili*

Nagrajevanje z darili štejemo k nedenarnemu nagrajevanju, to so (nefinančne) ugodnosti kot so prenosni telefoni, prenosni računalniki, službeni avtomobili, počitniške kapacitete, seminarji, tečaji, javne pohvale in javni nastopi, čestitke in presenečenja, slavnostne večerje. Posamezna podjetja svojim uslužbencem nudijo brezplačne pravne nasvete, davčne in dohodninske nasvete ter morebitno karierno svetovanje otrokom zaposlenih, popusti na izdelke, ki jih podjetje proizvaja in prodaja ipd..

Aprila 2008 (Poslovni dnevnik, 2009) je bil na medijsko-raziskovalnem projektu Zlata nit v kategoriji majhnih podjetij Microsoft izbran za najboljšega delodajalca. Med srednje velikimi podjetji je zmagalo podjetje Halcom, med največjimi pa Krka. Microsoft nudi zaposlenim sobo za sprostitev, fleksibilen delovnik, brezplačne napitke in sadje, pri Googlu imajo celo fitnes. Prav tako v Halcomu veliko pozornosti namenijo temu, da je delovno okolje magnet za dobre kadre ter da je človeški kapital dragocenejši od dobička. Da je Krka bila zmagovalka, je dolgoletna tradicija zavzetega in predanega dela z zaposlenimi, med katerimi izstopa podatek, da je Krka v nekem trenutku imela celo več štipendistov kot zaposlenih, prav tako je fluktuacija zaposlenih najnižja, v Krki sta kadrovska funkcija in voditeljstvo visoko cenjena in močno prepletena, znana je mednarodna poslovna uspešnost in visoke ocene pri vlaganju v človeški kapital, prav zato je geslo podjetja Krka "biti krkaš je ponos in vrednota" pravi motivator vseh zaposlenih.

Dejstvo je, da se finančno nagrado hitreje pozabi kot nefinančno. Pravilno oblikovani programi nefinančnih spodbud prinašajo velike donose glede na obseg naložbe. Nefinančno nagrajevanje ima največji učinek v podjetjih s kratkimi prodajnimi cikli, zato prav nefinančno nagrajevanje najpogosteje uporabljajo podjetja, ki prodajajo fizičnim osebam.

Pri anketi raziskovalne agencije I. 1999, ki je bila izvedena med 35.000 članicami pooblaščenega inštituta za raziskave med zaposlenimi (angl. *Chartered Institute of*

Personnel Development), se je izkazalo, da zaposleni imajo kot obliko nederne nagrade najraje starševski dopust, dopust za nego otroka ter dopust za premagovanje stresa. Zaposlenim tudi dosti pomeni mentorstvo v podjetju, načrtovanje kariere ter pomoč v primeru izgube svojcev (Fisher, 2002, str. 21).

"Ljudje, ki pričakujejo nagrade za svoje delo so manj uspešni kot tisti, ki za zaključevanje svojih nalog ne pričakujejo nobenih nagrad!" (Alfie Kohn v Gruban, 2007b).

1.5.4 Prednosti in slabosti nagrajevanja

1.5.4.1 Prednosti in slabosti denarnih nagrad

Tabela 1: Prednosti in slabosti denarnih nagrad

Prednosti	Slabosti
☺ So zaželjene.	☹ Niso obstojne.
☺ So preproste.	☹ So vsakdanje.
☺ Vsi jih razumejo.	☹ Težko jih nagradimo.
☺ Lahko so dodatna spodbuda.	☹ Lahko postanejo samoumevne.

Vir: N. Zupan, Nagradite uspešne, 2001, str. 211.

Denarne nagrade so najpogostejše in so možne v različnih oblikah. Za ustrezno nagrajevanje je odgovorno vodstvo, saj mora poznati razloge zakaj se zaposleni trudijo, da prispevajo ideje ter vplivajo na izboljšave v podjetju. Sistem nagrajevanja mora biti hiter in učinkovit. Sistem nagrajevanja morajo spoštovati tudi zaposleni, saj mora biti povezan z njihovo uspešnostjo, mora biti prilagodljiv, da je posamezni zaposleni tudi motiviran.

Gruban (2007a, str. 18) omenja 25-letno Gallupovo študijo, v katero je zajeto več kot 10 milijonov zaposlenih v 114-ih državah. Po tej raziskavi sodeč, se med 12 dejavnikov, ki najbolj zaznamujejo delovno uspešnost, izognejo denarne spodbude. Tu gre za psihološko zapletenost sistemov, saj so ključnega pomena v tem pogledu predvsem ugotovitve kot so:

1. boljše plačilo ne zagotavlja avtomatično večje zavzetosti,
2. nekatere spodbude imajo nasproten učinek od pričakovanega,
3. denarne nagrade brez slehernega globljega notranjega pomena niso primerna spodbuda,
4. pri nagrajevanju gre pogosto za status in relativna razmerja (ne le za absolutni znesek),
5. apetit po hierarhiji in vidnih simbolih sta nepotešljiva.

Denar ne spada med notranje spodbujevalce aktivnosti, vendar je pomembna njegova moč, ker z njim lahko dosežemo veliko različnih ciljev. Za različne ljudi igra denar različno vlogo in za isto osebo v različnih časovnih obdobjih. Velikokrat pa je tudi prevladujoči dejavnik, ko se ljudje odločajo ostati pri istem delodajalcu (Lipičnik, 1998, str. 199).

Ob plačilu, ki je spodobno za preživetje, denarna nagrada doda malo k občutku dobrega počutja, blaginje ali sreče. Zdi se mi, da v Sloveniji še ni dosežena raven za spodobno preživetje, prav zato je najbolj zaželjeno denarno motiviranje.

1.5.4.2 Prednosti in slabosti nagrajevanja z delnicami in opcijami

Tabela 2: Prednosti in slabosti opcij

<i>Prednosti</i>	<i>Slabosti</i>
<ul style="list-style-type: none"> ⊕ Poenotenje ciljev menedžerjev z dolgoročnimi cilji podjetja in delničarjev. ⊕ Osredotočenje vodilnih na povečanje vrednosti delnice. ⊕ Povečano zaupanje v podjetje. ⊕ Povečanje motiviranosti, pripadnosti in skupinskega dela. ⊕ Povečanje vrednosti družbe. ⊕ Pridobivanje in ohranitev najsposobnejših menedžerjev. ⊕ Močno sporočilo investitorjem na trgu vrednostnih papirjev. ⊕ Sprejemljivo finančno tveganje in znaten potencialni zaslužek. ⊕ Fleksibilnost glede določitve obdobja izvršitve. 	<ul style="list-style-type: none"> ⊖ Cene delnic na trgu pogosto niso odvisne od uspešnosti menedžmenta (predvsem v Sloveniji). ⊖ Vodilne v podjetju lahko takšno nagrajevanje zavede v umetno spodbujanje rasti delnic (kar je sicer možno tudi pri drugih oblikah nagrajevanja). ⊖ V Sloveniji je opsijsko nagrajevanje močno davčno obremenjeno (poleg dohodnine tudi z vsemi prispevki za pokojninsko in zdravstveno zavarovanje).

Vir: B. Kordež, Merila za nagrade iz dobička, 2002, str. 3-4.

Cilj lastnikov podjetij je večanje vrednosti podjetja, za to se mora zavzemati vodstvo podjetja, saj le oni lahko motivirajo zaposlene. Ko menedžer pridobi določeno pravico (Dakič & Debeljak, 1999, str. 314), kot je npr. nakupna opcija na delnico družbe, postane njegov osebni cilj enak cilju lastnika, to je čim višja tržna cena delnice. Takšen način nagrajevanja poveča pripadnost podjetju. S tega vidika je podeljevanje opcij kot nagrade tudi naložba v visoko usposobljene kadre, kar je v času globalizacije bistvenega pomena in vodi v večjo konkurenčnost družbe in hkrati povečuje tržno vrednost podjetja.

Večina korporacij je za vrhnji menedžment prevzela to obliko nagrajevanja v devetdesetih letih prejšnjega stoletja. Danes pa združevanje lastniške in menedžerske funkcije zgublja na pomenu. Nagrajevanje z delnicami je v Ameriki povzročilo veliko težav, saj je vodilni menedžment naredil vse, da je napihnil ceno delnic prav ob izteku opcij. Direktorji, ki so zasedali mesto več let, so pred upokojitvijo prodajali pomembne dele podjetij, dosegli

izreden dobiček in dvigovali ceno delnic. Prav tako je veliko podjetij kapital prelilo v odkup lastnih delnic in z dokapitalizacijami dvigovalo tečaje delnic.

Nakup menedžerskih opcij je vsekakor povezan z zvestobo podjetju. V ameriških podjetjih si lastniki želijo, da bi vsi zaposleni postali lastniki delnic, saj jih tako motivirajo, da bi z dobrim delom zvišali vrednost delnic ter tako postali deležni dobička iz kapitala.

V Belgiji nekatera podjetja ponujajo zaposlenim posojilo za nakup delnic. Ob dodelitvi opcije plačajo davek od dobička na trenutno vrednost delnice, ne plačajo pa davka na vrednost delnice, ko ima le-ta višjo ceno, to je, ko jo kupijo ali prodajo naprej. To je zelo spodbudna davčna ugodnost, ki jo nudi država.

V zgodovini je bilo najbolj sporno prikazovanje lažnih rezultatov v podjetjih Enron, Tyco, in Xerox. Ti primeri nam nadzorno kažejo, da je oblika nagrajevanja z opcijami in delnicami prinesla korist menedžerjem, saj so le-ti izrabljali notranje informacije v lastno korist.

Menedžerji so gotovo osebe, ki so jim dostopne praktično vse informacije o podjetju. Menedžerji imajo torej na razpolago tri strategije, na podlagi katerih se lahko okoristijo z izkoriščanjem notranjih informacij (Cigan, 2002, str. 80):

1. strategija 1: predčasna izvršitev opcij in hramba delnic do objave notranje informacije,
2. strategija 2: predčasna izvršitev opcij, prodaja delnic pred objavo notranje informacije,
3. strategija 3: neizvršitev opcij do objave notranje informacije.

Prav te strategije je treba poznati in predvidevati, saj so nekateri menedžerji prav na opcijah obogateli, podjetja pa potisnili v stečaj. Vodilni v podjetjih so bogateli na račun navideznih dobičkov, prihodkov, prikriti zadolženosti in na račun "insajderskega" trgovanja.

Alkalaj (2002) omenja prav Geoga W. Busha mlajšega, ki je bil v svoji podjetniški karieri vpleten v škandal v zvezi z trgovanjem na podlagi notranjih informacij. Bush je predsedoval podjetju Harken, kjer so prilagajali izkaze uspeha. Prav on je prodal velik blok Harkenovih delnic, preden jim je neugodno finančno poročilo zrušilo ceno. Med Bushevo administracijo so bili še Dick Cheney, ki je bil tudi osumljen goljufivega knjigovodstva, ki je vodil Halliburton, Bela Hiša pa je celo onemogočala izvedbo zakonitega postopka proti njemu. Goljufal je tudi Colin Powell v AOL-Time Warner, preden je postal zunanji minister, Condolezza Rice je združevala delo kot podpredsednica naftne multinacionalke ExxonMobil, sekretar za vojsko Thomas White pa je delal v upravi Enrona. Prav ključni ljudje bivše Busheve administracije so podprli kazen za zavajajoče predstavljanje izkazov uspeha.

Stečaj Enrona in WorldComa (Rus, 2003, str. 108) je bila posledica slabega vodenja in računovodskih nepravilnosti. Ekonomijo sta ti dve podjetji prikrajšali za skoraj 0,43% BDP ZDA. Ob tem šoku so začeli Američani razmišljati o vlogi nadzornega sveta. Motila jih je predvsem dvojna vloga in sicer nadzorna in izvršna funkcija, vendar so nasprotniki te ideje poudarjali, da bi delitev oblasti pripeljala do konfliktov in počasnejšega odločanja. Prav v ZDA niso nikoli razumeli neposrednega nadzora, posledica tega je bila, da niso uveljavili dvotirnega sistema upravljanja podjetja. V ameriškem podjetju je bilo običajno, da je bil direktor tudi predsednik nadzornega sveta, tako je bil ob delujočem trgu vrednostnih papirjev prezrt neposredni nadzor nad menedžmentom, ki bi ga moral le-ta izvajati. Kritiki, ki so izhajali iz izkušenj na primerih Enrona in WorldComa, so ugotovili, da lahko člani nadzornih svetov uspešno nadzirajo menedžment le takrat, ko so neodvisni ali kot je izjavil legendarni investitor Warren Buffett, ki pa je l. 2008 izgubil 22% svojega premoženja zaradi nižje vrednosti delnic, nekoč rekel, da kolegialnost prepogosto povozi neodvisnost.

V teoriji in praksi sta se oblikovala dva nasprotna sistema upravljanja, anglosaški enotirni in kontinentalno evropski dvotirni. V dvotirnem sistemu poznamo tri organe upravljanja delniških družb. To so skupščina delničarjev, nadzorni svet in uprava. Njihove pristojnosti so relativno jasno razmejene že s samim zakonom. Skupščina delničarjev je pristojna predvsem za sprejemanje statusnih sprememb družbe, pri delitvi dobička ter za imenovanje oziroma odpoklic članov nadzornega sveta. Nadzorni svet predvsem nadzira delovanje uprave, imenuje oziroma odpokliče upravo, skrbi za motiviranje uprave ter sprejema letno poročilo. Uprava vodi posle družbe. V enotirnem sistemu poznamo dva organa upravljanja. To sta skupščina delničarjev in upravni odbor. Skupščina se po sestavi in pristojnostih bistveno ne razlikuje od skupščine iz dvotirnega sistema upravljanja. Tako v skupščini ostaja tudi pristojnost imenovanja direktorjev družbe. Večje razlike pa najdemo pri upravnem odboru. Njegovi člani so direktorji, ki pa jih že zakon deli na neizvršne in izvršne (Bajuk, 2005, str. 1).

Enotirni sistem je značilen za ZDA in Veliko Britanijo, za dvotirni sistem pa lahko označimo nemški sistem upravljanja podjetij, ki je vplival tudi na oblikovanje dvotirnih sistemov v številnih drugih evropskih državah npr. Avstrije, Francije in Slovenije.

Sama mislim, da je prav ločeno delovanje obeh strani eden izmed razlogov, da se škandali pri nagrajevanju menedžmenta niso razširili iz ZDA v Evropo. Zato menim, da je upravljanje podjetij in nagrajevanje menedžmenta varnejše v dvotirnem sistemu.

Prav v primerih teh podjetij, ki jim je vrednost delnic narasla v vrtooglave višine, je prihodek, dobiček in druge osnovne kazalce, ki so merilo uspešnosti podjetja, popolnoma izrinila. Kako podjetje posluje, je postalo nepomembno. Za menedžerje so bile pomembne visoke vrednosti delnic njihovih podjetij, s katerimi so prikazovali poslovne čudeže.

1.5.4.3 Nagrajevanje v Sloveniji in tujini

Zanimiva je bila raziskava o plačilu po učinku, ki sta jo l. 1999 objavila Sue Fernie in David Metcalf v reviji Labour. Preučila sta, kako način plačila vpliva na rezultate britanskih konjskih jezdecev–džokejev. Po raziskavi sodeč, so jahači, katerih variabilni dohodek je predstavljal 7-10 % dobička, bili uspešnejši od tistih jahačev, ki so imeli dohodek nespremenljiv, vendar zelo visok. Ta raziskava je samo potrdila dejstvo, da je plačilo po učinku zelo zaželeno ter da ga je smiselno uporabljati v praksi za doseganje višje stopnje produktivnosti zaposlenih.

Podjetja dajejo veliko prednost informatiki in tehnološkemu razvoju, izjeme so tisti vodje, ki cenijo ljudi ter njihovo znanje. Za obstoj podjetja je človeški kapital eden izmed ključnih razlogov za napredek. Prav vrhunski strokovnjaki za podjetja niso več strošek podjetja ampak kapital. Razvojno usmerjena podjetja povezujejo nagrajevanje s poslovno uspešnostjo ter v osebnih dohodkih zaposlenih povečujejo njihov variabilni delež. Prav tako je nagrajevanje povezano z napredovanjem in načrtovanjem kariere zaposlenih.

Vodenje, ki ga podjetje uporablja, je povezano z nagrajevanjem zaposlenih. Podjetje si izbere takšen menedžerski model, ki mu najbolj ustreza. Sistem nagrajevanja mora biti sestavljen tako, da ga izbrani model vodenja podpira.

Brezigar (2005, str. 44) ugotavlja, da sprememba sistema nagrajevanja v povprečju poveča maso plač od 10–15%, če je smiselna. Dejstvo je, da sprememba sistema nagrajevanja stane. Nov sistem nagrajevanja pa naj bi bil pošten, kar pomeni, da zaposleni dobi boljše plačo za boljše opravljeno delo, da vodje subjektivno nagradijo podrejenega, ki je dobro delal, oz. je nagrajevanje zaposlenih odvisno od uspešnosti celotnega podjetja. Podjetja morajo izoblikovati preprost, jasen in pregleden sistem nagrajevanja, takšen, ki zaposlenim omogoča, da prepoznajo cilje.

Nekatere kulture podjetij so naravnane bolj egalitarno, kar pomeni, da niso naklonjene prevelikim razlikam v nagradah med zaposlenimi in med oddelki, druge pa so meritokratske. V takšnih podjetjih je pomemben posameznik in nagrajevanje je osredotočeno na posameznika in oddelek, manj pa na celotno podjetje. V prvo skupino poleg številnih slovenskih podjetij spadajo še velike korporacije kot so Hewlett-Packard, v drugo pa denimo IBM.

Po anketi Slovensko javno mnenje 2003 (P. Damijan, 2007), je v Sloveniji socialni egalitarizem ena izmed najpomembnejših vrednot. Slovenci v večini ne ločimo med različnimi načini pridobivanja premoženja in nas razlike v premoženju ne motijo. Za povprečnega Slovenca ni razlike med tem ali nekdo pride do premoženja zaradi svoje aktivnosti ali zaradi koruptivnosti.

Naloga nagrade je, da zaposlenega pritegne, ga spodbuja pri delu ter zadrži v podjetju. V primeru, da zaposleni misli, da je premalo plačan za delo, ki ga opravlja, bo začel delati še manj, ko pa pričakuje nagrado, začne delati več, saj hoče upravičiti povišico. Po mojem mnenju je prav plača tisti dejavnik, ki kreativnost in uspešnost zaposlenih zavira oz. spodbuja.

Največji problem se poraja prav v nesorazmerju velikosti prejemkov s poslovnimi rezultati. Za nagrajevanja morajo lastniki uporabiti vse instrumente, da oblikujejo takšen sistem nagrajevanja, da le-ta zagotavlja dolgoročno uspešnost in rast podjetja. Prav vodilne v podjetju je najtežje nagrajevati, saj je okolje v katerem delujejo, čedalje bolj nestabilno.

Po ugotovitvah Harija (2006), nagrajevanje glede na uspešnost vpliva na uspešnost poslovanja le v določenem obdobju. Kratkoročne nagrade so v večini pomembnejše od osnovne plače, saj osnovna plača hitro izgublja na motivacijski vrednosti, zagon zaposlenim dá le dovolj visoka in dosegljiva nagrada. Plače vodilnih zaposlenih se od ostalih plač razlikujejo predvsem v spremenljivem deležu plače, ki je večji od osnovne plače v obdobju spremljanja, ki traja eno leto ter v merilu uspešnosti vodilnih, ki je praviloma tudi merilo uspešnosti podjetja. ZDA so tista država, kjer podjetja svoje zaposlene nagrajujejo stimulatивно, spremenljivi delež pa znaša v povprečju 60%. V Evropi znaša delež variabilne plače v povprečju 40%.

Za nagrajevanje vodstva se od standardnih finančno-računovodskih meril najbolj uporablja dobičkonosnost kapitala, dobiček na delnice, dobiček iz poslovanja, poslovni izid, denarni tok, višina prihodkov od prodaje itd. Najbolj pogosto merilo je dobiček, ker pa vodstvo lahko vpliva na njegovo višino, ni dober kazalnik in je tudi najbolj kritiziran.

Prav merilo bi moralo biti ključnega pomena, ali naj bo variabilni del res nagrada za uspešnost. Merila bi morala biti takšna, da z njimi ne bi bilo mogoče "friziranje" računovodskih operacij. Slapničarjeva (2003, str. 60) meni, da bi bilo potrebno kombinirati več meril in jih primerno tehtati, tudi tistih, vezanih na dobiček. Po njenem mnenju je dober kazalnik rast tržnega deleža, ki izloči dejavnike uspešnosti, dobro pa je, da poleg finančnih kazalnikov pri odmeri nagrade upoštevamo tudi mehka merila, kot so družbena odgovornost, zadovoljstvo kupcev in skrb za zaposlene.

Eden pogostejših kazalnikov je ekonomska dodana vrednost (EVA), to je donos, ki ga je podjetje ustvarilo na vloženi kapital, zmanjšan za stroške kapitala. Donos, ki je večji od pričakovanega, povečuje vrednost naložbe. Pozitivna lastnost tega kazalnika je, da povezuje tako interese lastnikov kot interese vodstva ter da združuje kratkoročno in dolgoročno uspešnost poslovanja glede na finančne dejavnike. Prav to je tudi slabost koncepta EVA.

Kot merilo nagrajevanja se je v praksi uveljavil tudi koncept uravnoveženih kazalnikov uspešnosti (angl. *Balanced Scorecard – BSC*), to je merilo razvojne uspešnosti podjetja, ker vključuje tudi merila, kot so zadovoljstvo zaposlenih in kupcev, kakovost izdelkov, inovativnost, nove izdelke in storitve ter odnos do okolja. Ker BSC kazalnik zajema več meril, je v podjetjih manj priljubljen, ker morajo vodilni dosegati poslovne cilje na več področjih, prav zaradi tega pa dostikrat postanejo nejasni osnovni cilji.

Tretji kazalnik je opsijsko nagrajevanje, ki je najbolj uveljavljen koncept nagrajevanja predvsem v ZDA. Cena delnic naj bi bila najboljši kazalnik dolgoročne uspešnosti. Problem nastane, če se podjetju napovedujejo prevzemi in združitve. Prav to v večini primerov povzroči višjo rast delnic, ki pa ni odvisna od poslovne uspešnosti podjetja. V Sloveniji opsijsko nagrajevanje še ni uveljavljeno, predvsem zaradi neustrezne davčne zakonodaje ter zapletenih in nedodelanih postopkov pri oblikovanju t.i. delniškega načrta.

V Sloveniji je višina nagrade (Hari, 2006) še vedno bolj dogovorjena med lastniki in vodstvom, kot pa posledica uspešnosti in v povprečju znaša 15% prejemkov vodilnih zaposlenih. Tudi osnovna plača direktorjev v slovenskih podjetjih je še vedno najpomembnejša sestavina njihovih prejemkov. Zdi se, kot da se slovenski direktorji bojijo srečati s stvarnostjo, saj plače ne povezujejo z delovno uspešnostjo. Tudi sama mislim, da bi se plače večini v povprečju znižale prav zaradi nestanovitne poslovne uspešnosti.

2 Nagrajevanje z opcijami in delnicami

Zibelka nagrajevanja z delnicami in opcijami so Združene države Amerike. Vključitev Slovenije v Evropsko unijo ji je poleg vključevanja slovenskega gospodarstva evropskemu, približala tudi nagrajevanje. Uporabljati je začela razvitejše metode nagrajevanja, predvsem večji delež fleksibilnega dela v strukturi celotnih dohodkov ter povezanost dohodka glede na uspeh podjetij. Ena razvitejših metod nagrajevanja je opsijsko nagrajevanje.

Nagrajevanje z opcijami je vezano predvsem na delovanje kapitalskega trga, preko katerega se izvaja nakup delnic. V zadnjem času je postalo priljubljeno nagrajevanje članov uprav, ki je sicer v Sloveniji še vedno skromno, se pa že čuti vpliv tujine.

2.1 Splošno o opcijah

Opcija, kot finančni inštrument, je opredeljena kot pogodba, v kateri prodajalec (angl. *writer*) v zameno za opsijsko premijo daje kupcu (angl. *holder*) pravico do nakupa določenega števila delnic v določenem obdobju ali na določen dan po vnaprej določeni pogodbeni ceni (Prohaska, 1999, str. 169).

Poznamo delniške opcije, indeksne opcije, obrestne opcije, devizne (valutne) opcije, opcije na standardizirane terminske pogodbe, opcije na obrestne zamenjave in eksotične opcije¹, kot so npr. vremenske opcije itd. (Zver Gabrijelčič, 2004, str. 1142).

Opcije lahko glede na izvršilne cene, ki je določena v opciji, in trenutne tržne cene primarnega instrumenta, na katerega je opcija izdana, razvrstimo na opcije, ki se splačajo (angl. *in the money option*), opcije, ki se ne splačajo (angl. *out of the money option*) in na opcije, ki so na meji (angl. *at the money option*). Če je pri enaki tržni in izvršilni ali udarni ceni nakupna opcija v položaju, ko se splača, bo enaka prodajna opcija v položaju, ko se ne splača, in nasprotno, pojem na meji pa pomeni, da je izvršilna ali udarna cena nakupne in prodajne opcije enaka (trenutni) tržni ceni (Veselinovič, 1998, str. 74).

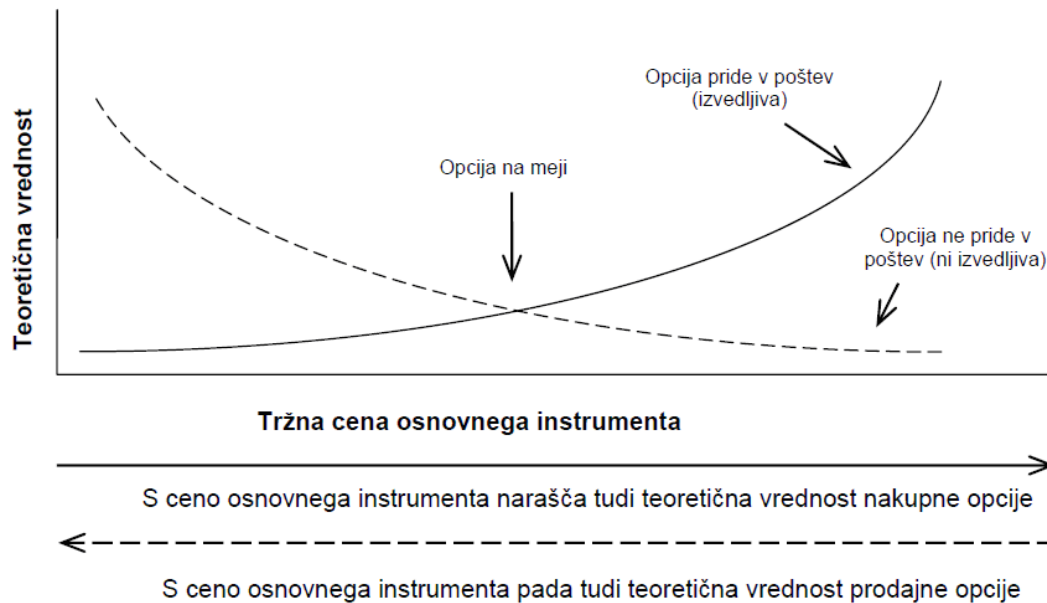
Tabela 3: Razvrstitev nakupne in prodajne opcije glede na višino izvršilne cene in trenutne tržne cene delnice

	Nakupna opcija (angl. <i>Call</i>)	Prodajna opcija (angl. <i>Put</i>)
Izvršilna cena opcije je višja od trenutne tržne cene delnice	Opcija, ki se ne splača	Opcija, ki se splača
Izvršilna cena opcije je enaka trenutni tržni ceni delnice	Opcija na meji	Opcija na meji
Izvršilna cena opcije je nižja od trenutne tržne cene delnice	Opcija, ki se splača	Opcija, ki se ne splača

Vir: L. Perridon & H. Steiner, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 2004, str. 332.

¹ Eksotične opcije so nestandardizirani produkti, ki jih kreirajo finančni inženirji, z njimi pa se trguje na OTC trgu. Razvoj eksotičnih opcij je posledica specifičnih potreb udeležencev na finančnih trgih (Medvešek, 2007, str. 35).

Slika 3: Razmerje med trenutno tržno ceno osnovnega instrumenta oziroma oblike in teoretično vrednostjo nakupne ter prodajne opcije



Vir: D. Veselinovič, *Opcije in drugi termiski (izvedeni) finančni instrumenti*, 1998, str. 73.

Cena v opcijski pogodbi se imenuje izvršilna oziroma udarna cena (angl. *exercise, strike price*), obdobje veljavnosti pogodbe pa imenujemo čas do dospelja (angl. *expiration day*) (Hull, 2000, str. 6).

V vsaki opciji mora biti določeno (Hull, 2000, str. 6):

1. opcija se mora nanašati na točno določen primarni instrument,
2. v opciji mora biti določeno, ali daje opcija nakupno ali prodajno pravico,
3. v opciji mora biti točno določena izvršilna opcija,
4. vsaka opcija mora imeti določeno obdobje oziroma datum izvršitve (odvisno ali gre za ameriški ali evropski tip opcije),
5. vsaka opcija ima ceno, ki jo v finančnem žargonu imenujemo premija.

Opcije sodijo v skupino izvedenih finančnih instrumentov, to omogoča zaščito pred tveganji oziroma prenos tveganja. Opcije zmanjšujejo nestanovitnost cen osnovnih instrumentov, omogočajo pošteno, varno, likvidno in jasno trgovanje, ki je stroškovno učinkovitejše.

Opcije so izvedeni finančni instrumenti, pri katerih je prodajalec opcije dolžan njenemu kupcu opraviti oz. izvršiti nakup ali prodajo osnovnega instrumenta, na katerega se opcija glasi, in sicer pod pogoji, ki so določeni v opcijski pogodbi. Za prodajalca opcije iz tega naslova izhaja obveznost opcije, ki jo mora izvršiti v vsakem primeru, če to zahteva kupec opcije. Nagrada, ki jo bo za to prejel, je premija. V najslabšem primeru prodajalec opcije

izgubi razliko med tržno ceno na dan izvršitve opcije in pogodbeno ceno (Vandal & Banič, 1997, str. 77).

Ločimo ameriške in evropske opcije. Ameriške opcije je mogoče izvršiti kadar koli pred datumom zapadlosti opcije, medtem, ko je evropske opcije mogoče izvršiti samo v določenem trenutku, in sicer na datum zapadlosti (Ross, Westerfield & Jaffe, 1999, str. 546).

Zaradi izvršljivosti je evropske opcije lažje vrednotiti kot ameriške, saj ameriške opcije nudijo imetnikom večjo svobodo, so pa s tem tudi pogoji za vrednotenje z modelom težje določljivi. Tudi največkrat uporabljeni model vrednotenja opcij, Black-Scholesov model, je primeren zgolj za vrednotenje evropskih opcij (Grinblatt & Titman, 2002, str. 259).

Po Black-Scholes modelu vrednosti nakupne opcije lahko funkcijo zapišemo tako (Damodaran, 2000, str. 15):

S - tržna cena osnovnega instrumenta

K - izvršilna cena opcije

T - koledarski čas do izvršitve opcije

r - obrestna mera

σ - standardni odklon

$N(d)$ - standardizirana normalna porazdelitev

$$\text{Vrednost nakupne opcije} = SN(d_1) - Ke^{-rt} N(d_2), \quad (1)$$

pri čemer izračunamo:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}} \quad (2)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t} \quad (3)$$

Osnovni Black-Scholesov model je zasnovan na podlagi naslednjih predpostavk (Veselinovič, 1996, str. 115):

1. kratkoročna obrestna mera je znana in konstantna ter netvegana,
2. obnašanje tržne cene osnovnega instrumenta ustreza lognormalni porazdelitvi verjetnosti, medtem ko pričakovana stopnja donosa osnovnega instrumenta ustreza normalni porazdelitvi verjetnosti,
3. varianca donosa osnovnega instrumenta je konstantna,

4. če je osnovni instrument lastniški (delnica), ni v opcijskem času nobenih izplačil dividend in drugih morebitnih ugodnosti,
5. opcija je lahko unovčena samo ob svoji zapadlosti, kar pomeni, da formula velja za evropsko različico opcije. Ameriška različica omogoča njenemu imetniku, da jo lahko unovči kadar koli do roka končne zapadlosti, zato so premije za slednjo višje,
6. pri nakupih in prodajah osnovnega instrumenta in opcij na osnovni instrument ni nikakršnih transakcijskih stroškov, provizij, davkov,
7. davčne dajatve, če obstajajo, so enake za vse transakcijske in tržne udeležence,
8. investitorji si lahko izposodijo denar ali ga posodijo po isti netvegani, konstantni obrestni meri,
9. ni arbitražnih priložnosti,
10. nestanovitnost osnovnega instrumenta je konstantna.

Fisher Black in Myron Scholes sta razvila matematični model za izračunavanje cen opcij, za kar sta l. 1973 prejela tudi Nobelovo nagrado. Oblikovala sta model za določanje cene opcij na delnice, ki ne izplačujejo dividende. Na osnovi ponudbe in povpraševanja na trgu se izoblikuje cena, ki jo kupec opcije plača prodajalcu, to je premija. Ta model naj bi omogočal izračun teoretične cene. Dokazala sta, da je mogoče vzpostaviti popolnoma netvegan položaj, kjer smo lahko »dolgi« v delnicah in »kratki« v opcijah na to delnico in obratno, dobiček od delnic pa bi bil enak izgubi pri opcijskih pogodbah. Ta teorija je najprej povzročila počasen razvoj trga izpeljanih vrednostnih papirjev v Chicagu in nato v New Yorku ter hiter razvoj tega trga v osemdesetih in devetdesetih letih prejšnjega stoletja dalje v razvitih državah.

Slabost Black-Scholesove enačbe je ta, da podjetje smatra nestanovitnost delnic podjetij v isti panogi kot razlog za nestanovitnost projekta, vendar to ni pravilo. Prav tako ima lahko na spremembo vrednosti opcije vpliv tržna nestanovitnost, ki vrednost opcije lahko poveča, oziroma tehnična, ki jo lahko zmanjša. Pomanjkljivost formule je tudi ta, da so investicije v realne opcije označene z nestanovitnostjo investicije kakor tudi z nestanovitnostjo vrednosti sredstev. Model Black-Scholes predvideva, da so stroški konstantni in niso predmet tveganja in nestanovitnosti (Brach, 2003, str. 49).

Kohlhagen in German sta model posodobila, saj je le-ta vključeval še spremembe med obrestnimi merami.

6 let po objavi Black-Scholesove enačbe, l. 1979, so Cox, Ross in Rubinstein razvili bolj enostaven model vrednotenja opcij – binomski model (angl. *Binominal Option Pricing Model*).

Prednost le-tega je, da ne uporablja parcialnih diferencialnih enačb in temelji na "elementarni" matematiki, ne potrebuje približkov o nestanovitnosti ter je enostavnejši od Black-Scholesovega modela. Ne omogoča sicer natančne rešitve ampak odlično ustreza

modelu realnih opcij – načeloma lahko odločitve sprejmemo kadarkoli, vendar v praksi so odločitve sprejete v nepovezanih časovnih trenutkih, po tem, ko je bila že pridobljena kakšna informacija oz. ko je bil zaključen določen korak v investiciji (Brach, 2003, str. 52).

Utegne pa biti sestavljanje binomskega modela zamudno, ko imamo prisotnih veliko različnih opcij v investicijski odločitvi in večje število opazovanih obdobji ter moramo upoštevati njihove medsebojne povezave (Brach, 2003, str. 62).

2.2 Splošno o delnicah

Delnica je lastniški vrednostni papir, ki izraža premoženjske ali članske pravice v organizaciji, ki jih je izdala. Premoženjske pravice so dividenda, prednostna pravica pri nakupu novih delnic in pravica do likvidacijskega deleža. Članske pravice so volitve organov upravljanja, nadzor družbe in dostop do podatkov o poslovanju družbe (Zbašnik, 1999, str. 209).

Ko se podjetje odloča za prvo javno izdajo delnic si mora zastaviti in odgovoriti na naslednja vprašanja (Osteryoung, 1997, str. 344):

1. kakšno vrsto podjetja si želijo,
2. koliko kapitala potrebujejo,
3. kakšni bodo stroški izdaje,
4. katere druge oblike financiranja so še možne in
5. ali ustrezajo finančnim in pravnim vidikom prve javne izdaje.

Ločimo med navadnimi in prednostnimi delnicami. Obe vrsti predstavljata obliko lastniškega kapitala podjetja, razlikujeta se pa v pravicah, ki jih podeljujeta.

Navadne delnice dajejo lastniku volilno pravico na skupščini delničarjev. Lastniki navadnih delnic imajo pravico do udeležbe v stečajni masi ob prenehanju delovanja podjetja, vendar šele potem, ko so poplačane ostale terjatve. Lastnikom prav tako pripada udeležba v čistem dobičku podjetja. Menedžer se odloči, koliko čistega dobička bo podjetje porabilo za izplačilo dividend ter koliko čistega dobička bo reinvestiralo. Reinvestiranje pomeni za delničarja povečanje vrednosti njegove naložbe, prejete dividende pa mu pomenijo denarni tok (Bodie, Kane & Marcus, 1999, 46-47). K navadnim delnicam spadajo še delnice, ki jih kupimo brez posrednika in provizij (angl. *noload*) ter zakladne delnice. Pri zakladnih delnicah gre za transakcijo, s katero podjetje odkupi svoje lastne delnice na borzi in s tem zmanjša število delnic na trgu. Posledica je, da zaradi manjšega števila delnic na trgu in ob enakem celotnem dobičku podjetja, podjetje poveča dobiček na delnico (Jesenek, 2003, str. 47).

Delničarji za poslovanje podjetja niso osebno odgovorni, lahko pa s propadom podjetja izgubijo vloženi delež.

Ker pa vsi investitorji nočejo biti tako močno izpostavljeni tveganju, so se oblikovale še prednostne delnice. Te predstavljajo manj tvegano naložbo in prinašajo manjši donos.

Prednostna delnica prinaša fiksno dividendo, višino določa nadzorni svet. Izplačane morajo biti vsako leto, zato praviloma ne nosijo pravice glasovanja na skupščini. O članskih pravicah delničarjev prednostnih delnic odloča podjetje, ki je delnice izdalo. Najbolj pogoste so prednostne delnice z naslednjimi lastnostmi: prednost pri izplačilu dividend, akumulacija dividend, udeležba pri izplačilu presežka od določene dividendne stopnje, zamenljivost v navadne delnice, pravica podjetja do odkupa prednostnih delnic, prednost pri poplačilu v primeru stečaja, drseče prednostne delnice ter prednostne delnice denarnega sklada (Jesenek, 2003, str. 48-49).

2.3 Delniške opcije

Delniške opcije (Logar, 2004, str. 1127) pomenijo upravičenje za nakup delnic družbe, v kateri je član uprave upravičen do delnic. To upravičenje član uprave lahko realizira v določenem časovnem obdobju po ceni, za katero se dogovori vnaprej ob sklenitvi dogovora. Razlika med dogovorjeno in tržno ceno delnice na dan izvršitve nakupa pomeni donos člana uprave. Splošno sprejeta ekonomska razlaga za upravičenost delniških opcij še ni popolnoma izoblikovana, so pa v svetu najpogostejši naslednji razlogi:

1. delniške opcije naj bi poenotile interese članov uprav in delničarjev,
2. mlade družbe uporabljajo delniške opcije kot nadomestilo za del redne plače in s tem prihranijo na začetnem likvidnostnem toku,
3. uvedba delniških opcij je motivirana zaradi davčnih razlogov.

Prvi razlog je bil večkrat proučevan, pri tem se je primerjal odziv cene delnic po uvedbi opsijskega načrta. Številne raziskave praviloma potrdijo pozitivno povezavo med uvedbo delniških opcij in povečano vrednostjo delnic, čeprav povezava ni vedno tako izrazita, kot bi pričakovali. Se je pa izkazalo, da se cene delnic hitreje spreminjajo po uvedbi delniških opcij, kar se razlaga z dejstvom, da so po uvedbi delniških opcij člani uprav bolj stimulirani k manj konservativnemu vlaganju v razvoj, kar naj bi se pozitivno odražalo na interesih delničarjev v razpršeni delniški strukturi (Logar, 2004, str. 1127).

2.4 Nagrajevanje z delnicami in opcijami skozi čas

Zgodovina opcij seže v antiko, ko so Feničani in Rimljani trgovali s pogodbami, podobnimi opcijam. Jožef je že v Stari zavezi posedoval opcijo na žito, da bi preprečil naslednjih 7 let lakote. Prvi zapisi o trgovanju z že skoraj pravimi opcijami na blago (pridelek oliv) sega do Talesa, grškega antičnega učenjaka in filozofa, ki se je na opsijski način ukvarjal s pridelki oliv. Opcijo je posedoval za nakup preše za olive v primeru dobre letine. Naslednji zapis seže na Nizozemsko, v prvo polovico 17. stoletja, ko so poznali opcije na tulipane, vendar viri napačno ugotavljajo, da je šlo za opcije na pridelek

tulipanov, kot bi bilo sicer logično (Bittman v Veselinovič, str. 70-71). V resnici so postavljali opcije na prihodnjo barvo tulipanov in so bile zato le špekulativne in pozneje tudi prepovedane (Amsterdam Stock Exchange) (Veselinovič, 1998, str. 70-71).

L. 1720 so z opcijami na delnice začeli trgovati v Angliji v podjetju The South Sea Company. Družba je propadla in opcije so bile prepovedane, kljub temu pa se je še vedno ilegalno trgovalo. Posledice so bile špekulacije in nezaupanje v te vrste instrumentov.

L. 1934 je bila v ZDA ustanovljena Komisija za vrednostne papirje in menjavo (angl. *Securities and Exchange Commission*), ki je hotela prepovedati opcije kot instrument za zavarovanje pred tveganji, saj ga je označila kot špekulativni pripomoček (Veselinovič, 1998, str. 71).

Mejnik v razvoju trgovanja z opcijami in delnicami je bil 26. april 1973, ko so v Chicagu začeli organizirano trgovati z opcijami na delnice. Danes predstavljajo opcije najpomembnejši izvedeni instrument in sploh si ne moremo predstavljati nadaljnjega razvoja finančnega in deviznega trga brez teh. Istega leta sta Fischer Black in Myron Scholes v časopisu *Journal of Political Economy* objavila članek z naslovom Cenitev opcij in skupnih obveznosti (angl. *The Pricing of Option and Corporate Liabilities*). V članku sta predstavila formulo, kako določiti vrednost opcije, ki sem jo prikazala na strani 19 v diplomskem delu. L. 1975 so tudi ostale borze začele trgovati z nakupnimi opcijami, od l. 1977 pa še s prodajnimi opcijami (Brach, 2003, str. 13-14).

Jensen je bil prvi, ki je poskušal vpeljati opsijsko nagrajevanje menedžerjev v podjetje. Prepričan je bil, da je potrebno uskladiti interese lastnikov in menedžerjev tako, da bi menedžerji postali delni lastniki podjetja. Tako bi se znižali stroški agentov, večjo motivacijo menedžerjev pa bi lastniki dosegli s podeljevanjem opcij (Jensen & Murphy, 1990, str. 1-5).

Opcijsko nagrajevanje se je začelo v osemdesetih letih v ZDA, svoj vrhunec pa je doživelo v devetdesetih letih prejšnjega stoletja. Najbolj se je uveljavilo v državah z zrelemi borznimi trgi. Pred tem so bile plače menedžerjev sestavljene iz osnovne plače in kratkoročnih ugodnosti. L. 1999 je več kot 90% podjetij, ki so bila razvrščena med 1.000 podjetij, objavljenih v reviji *Fortune*, uporabljalo opsijski način dolgoročnega nagrajevanja menedžmenta (Nosan, 1999, str. 13).

Največji upad je bil v dejavnostih, katerih cena delnic je najhitreje rastla in katerih menedžerji so zaradi velikega deleža prejemkov iz opsijskih upravičenj zaradi padca cen ali nižje rasti cen od predvidene največ "izgubili". Večina top menedžerjev iz evropskih družb ni doživela takšnih posledic, in sicer predvsem iz treh razlogov: prejemki evropskih menedžerjev so absolutno nekajkrat manjši, pri nagrajevanju imajo manjši pomen opsijska

upravičenja in evropski prostor ni bil deležen tako obsežnih finančnih in korporacijskih škandalov kot ZDA (Kostrevc, 2004, str. 1).

V ZDA je obdavčitev pri delnicah izjemno ugodna, nakup delnic pa dobrodošla oblika nagrajevanja. Pri 70 % opcijskih načrtov za nagrajevanje menedžmenta je ključna davčna spodbuda. Najbolj pogost tip podelitve opcije je kvalificirana delniška opcija, kjer obdavčitev nastane šele ob prodaji pridobljenih delnic, davku pa je izpostavljena le razlika med višjo (prodajno) in nižjo (izvršilno, nakupno) ceno delnice (Nosan, 1999, str. 46). Mislim, da je bila to poteza države, saj zadrževanje prihrankov pomeni večanje fiskalnega bogastva države. Nakup delnic je povezan z zvestobo podjetju in dolgoročnimi cilji podjetja. V ZDA si lastniki podjetij želijo, da bi zaposleni postali lastniki delnic, saj bi tako bolje delali in bi bili deležni pri dobičku iz kapitala, država pa bi ob prodaji delnic prejela davek na kapitalski dobiček ter pri doseganju dobrih rezultatov prejela od podjetja večji davek od dobička poslovanja.

Rekorder v izplačanem osebnem dohodku je generalni direktor družbe Oracle L.J. Ellison, ki si je med l. 1998-2001 izplačal skoraj 800 milijonov dolarjev "osebnega dohodka", nadomestil in delniških opcij. Vrednost Oraclovih delnic se je sicer zmanjšala, vendar menedžerske nagrade so bile izplačane, čim se je prikazal uspeh. Dejstvo je, da tudi če podjetje propade, menedžerji ne bodo deležni kazni za slabo vodenje podjetja.

V Evropi se nagrajevanje z opcijami ni tako uveljavilo. Še najbolj je pogosto v Veliki Britaniji, Franciji in Irski. Razlog temu strokovnjaki pripisujejo predvsem davčni zakonodaji, stanju kapitalskega trga in nepoznavanju opcij.

V Sloveniji delniške opcije niso zelo razširjene. Razlogov za to je več. Med najpomembnejšimi bi lahko našteali davčno okolje, ki delniških opcij ne naredi privlačnih, in splošne razmere v družbi, ki niso naklonjene visokim nagradam članov uprav, pa čeprav bi te bile neposredno povezane z doseženimi rezultati družb. Ta ugotovitev še posebej velja za družbe, ki so se lastninsko preoblikovale. Poleg navedenih razlogov pa obstajajo še drugi, ki bi po Logarjevem prepričanju bili rešljivi, če ne bi bilo prejšnjih dveh razlogov. Ti razlogi so bolj operativne narave, ki pa so ob pripravi načrtov za delniške opcije rešljivi (Logar, 2004, str. 1127). Samčeva (2004, str. 1117) vidi problem v Sloveniji v tem, da je premalo družb, ki kotirajo na borzi. To je razlog, da se delniška kultura ne razvija, saj bi leta omogočila opcijsko nagrajevanje.

Pojem opcijsko nagrajevanje se je prvič pojavilo v Aneksu h Kriterijem za individualne pogodbe o zaposlitvi (Uradni list RS, št. 64/97) z namenom, da bi se nagrajevanje z delniškimi opcijami povežalo z nagrajevanjem menedžmenta s poslovnimi rezultati podjetja (Prezelj, 2003, str. 12).

2.5 *Sedanje stanje in pričakovanja*

Delniške opcije so postale najbolj uveljavljen način nagrajevanja menedžerjev prav v ZDA. Ameriški menedžerji so na račun takšnega nagrajevanja zaslužili tudi preko 100.000.000 dolarjev. Tisti, ki delniške opcije zagovarjajo, trdijo, da so opcije prikaz uspešnosti podjetja, kritiki pa trdijo, da je slabost takšnega nagrajevanja dejstvo, da več kot polovica rasti ali padcev tržne vrednosti delnice ni odvisna od uspešnosti menedžmenta, ampak predstavlja krojenje rezultatov.

Prav dejstvo, da so menedžerji krojili poslovne rezultate je pripeljalo do nezaupanja v opcijsko nagrajevanje.

Uporaba opcijskega nagrajevanja se namreč v državah z angloameriškim modelom upravljanja gospodarskih družb, zaradi raznih korporacijskih škandalov, ki so pokazali tudi na pretiravanje, zmanjšuje. V državah s kontinentalnim modelom pa se zaradi povečanja likvidnosti trgov kapitala in tudi pomena delničarske vrednosti (angl. *shareholder value*) vse bolj širi. Tako ima Nemčija opcijske načrte v več kot polovici največjih javnih družb (Bajuk, Kostrevec & Podbevšek, 2004) Odziv Evropske unije na škandalozni propad ameriške korporacije Enrona je bil zelo hiter. Odgovor Evropske komisije strokovnjakom zadolženim za evropsko študijo o vladanju podjetij, znan kot Boelkensteinovo poročilo, je bil, da mora posebej preučiti vlogo nadzornih svetov ter odgovornost menedžmenta glede priprave finančnih poročil.

Po mnenju Krašovca (2003), bi morale biti ameriške napake pobuda za nove prijeme in za premik naprej, vendar najprej bi bilo treba pri nas možnost opcijskih shem sistemsko uzakoniti in zagotoviti zanje davčne spodbude.

Urbanija (2008, str. 42) meni, da se prejemki menedžerjev nemških borznih podjetij od l. 2005 povečujejo povprečno za 8% na leto. Izplačila so v veliki meri nagrade in delniške opcije. Med l. 2005- 2007 je približno 58% v vseh na borzo uvrščenih podjetij svoje vodilne kadre nagradilo z delnicami oziroma delniškimi opcijami.

Prav tako Urbanija (2005, str. 40) ugotavlja, da so podjetja, ki svoje zaposlene nagrajujejo s stimulativnimi dodatki, kot so delnice in opcije, uspešnejša. To je tudi rezultat raziskave svetovalnega podjetja Hewitt Associates med 1.400 podjetji po vsem svetu. Hitro rastočim podjetjem je variabilno nagrajevanje tako rekoč že prešlo v navado. Približno 47% tovrstnih anketiranih podjetij se je s svojimi menedžerji pogodilo, da bodo gotovinski dodatki ali delniške opcije del njihovega plačnega paketa. Strokovnjaki so ugotovili, da plačilni sistemi, ki stimulatивно nagrajujejo izpolnjevanje vnaprej zastavljenih ciljev, spodbujajo motivacijo in identifikacijo vodilnih s podjetjem.

Razlogov, da delniške opcije v Sloveniji niso zelo razširjene, je več. Davčno okolje, ki delniške opcije ne dela privlačne, je najpomembnejši razlog. Drugi razlog pa so razmere v družbi, ki niso naklonjene visokim nagradam članom uprave, pa čeprav bi bile le-te rešljive.

Delniške opcije so bile predstavljene, da bodo motivacijsko orodje, ki bi v kombinaciji z drugimi variabilnimi in fiksnimi oblikami plačil, stimulirale menedžerje k uspešnejšemu vodenju podjetij. Zaradi tega ne bi smele biti obravnavane kot nekaj kar podjetje prikriva, ampak bi morale biti povsem legitimen način nagrajevanja. Glede na to, da raziskave (Bajuk, Kostrevc & Podbevšek, 2004) kažejo, da so družbe, ki uporabljajo variabilne načine nagrajevanja uspešnejše, bi delniške opcije morale biti pogosteje uporabljene.

Po navedbah Konde (2009) direktorji ameriških korporacij že prodajajo svoje delnice na Wall Streetu. Organizacija Insider Score, ki spremlja trgovanje vodilnih ameriških direktorjev poroča, da je 252 vodilnih v družbah vključenih v indeks S&P 500 od 10. marca 2009 prodalo za 1,2 milijarde dolarjev delnic. Od 22. junija 2009 do 30. junija 2009 je 9-krat več direktorjev prodajalo delnice, kot pa jih je kupovalo.

Dejstvo je, da vlagatelji ne zaupajo družbam, katerih imetniki notranjih informacij prodajajo svoje naložbe v delnice podjetij. Ko imetniki notranjih informacij prodajajo svoje deleže v času borznega razcveta, je očitno, da cene delnic podjetij na borzi niso upravičene. Nazadnje, ko so direktorji prodajali svoje delnice v takšnem obsegu, je bilo dober mesec preden je ameriški in svetovni finančni sistem zašel v krizo.

3 Nagrajevanje menedžerjev z delnicami in opcijami

Po mojem mnenju so dobri menedžerji tiste osebe, ki v podjetju opravljajo najodgovornejše delo, saj so zadolženi za izvajanje poslovne politike, skrbijo za kadrovsko strukturo podjetja ter motiviranje ostalih zaposlenih. S svojim delom naj bi pripomogli k uspešnosti in razvoju podjetja, temu primerne pa naj bi bile tudi njihove plače.

Nagrade v obliki vrednostnih papirjev lastniki po navadi izplačujejo menedžerjem, da bi dosegli dolgoročno uspešnost podjetja. V to obliko nagrajevanja so vključene tudi delniške opcije, ki lastniku v določenem obdobju omogočajo nakup delnic po vnaprej določeni ceni. Te nagrade naj bi menedžerje motivirale za večjo gospodarnost zaradi lastniškega deleža, ki ga imajo v podjetju. Nagrade v obliki vrednostnih papirjev presegajo dohodke v obliki osnovne plače ter bonusov (Trbižan, 2005, str. 37-38).

V evropskih kodeksih glede nagrajevanja z opcijami in delnicami zasledimo naslednja priporočila (Bajuk, Kostrevc & Podbevšek, 2004):

1. opcijski načrt naj potrdi skupščina delničarjev,

2. delniški in opcijski načrti naj bodo določeni na način (angl. *roll-off*), tako, da jih morajo menedžerji v določenem času od pridobitve prodati (delnice) oziroma izvršiti (opcijska upravičenja), ne glede na to, kdaj so jih pridobili,
3. odkupna cena delnic naj bo enaka ali višja od tržne cene v času nakupa delnic oziroma izplačila dela nagrade v delnicah,
4. izvršilna cena za opcijska upravičenja naj bo enaka ali višja tržni ceni ob času pridobitve opcijskega upravičenja,
5. opcijska upravičenja naj bodo formulirana tako, da izvršitev opcije ni mogoča pred potekom treh let od pridobitve takšnega upravičenja, v nobenem primeru pa ne pred potekom dveh let,
6. irski kodeks (IAM Guidelines) priporoča, da v 10-letnem obdobju za opcijsko nagrajevanje ne bi smelo biti namenjeno več kot 10% vseh izdanih rednih delnic.

Številne raziskave so potrdile pozitivno povezavo med uvedbo delniških opcij in povečano vrednostjo delnic. Namen nagrajevanja z opcijami je bil dodatna uskladitev interesov menedžerjev z interesi lastnikov. Menedžerji naj bi tako delali bolj uspešno, še bolj pa po željah lastnikov, vendar je v mnogih podjetjih prav takšno nagrajevanje pripeljalo do še večjih razhajanj.

S podeljevanjem opcij družbe delodajalci nagrajujejo svoje sodelavce za dosežene rezultate, jih motivirajo za uspešno delo v prihodnosti ter jih skušajo v podjetju zadržati (npr. tako, da izvršitev opcij pogojujejo z delovnim razmerjem v določenem obdobju ali trenutku). Prejemniki opcij niso zgolj vodilni kadri, temveč tudi drugi zaposleni, prokuristi in svetovalci. Vsekakor je zanimanje v svetovni literaturi v veliki meri posvečeno opcijam za vodilne sodelavce družbe (Prezelj, 2003, str. 12).

Nagrajevanje z delniškimi opcijami ima v tržno razvitih državah velik delež v strukturi osebnih prejemkov menedžerjev. V Evropi je število opcijskih načrtov začelo naraščati v osemdesetih letih, vendar je razširjenost v nekaterih evropskih državah še zmerom skromna. Gre predvsem za interes lastnikov, da bi bili prejemki menedžerjev dolgoročno vezani na učinek njihovih odločitev na poslovanje podjetja (Romic Šircelj, 2005, str. 58).

Groznik (2001, str. 3) je ugotovil zanimivo povezavo med časovnim uvajanjem opcijskega nagrajevanja in drugimi dogodki v podjetju. Glede na to, da imajo menedžerji stike s člani nadzornih svetov in s tem možnost vpliva na čas izročitve opcijske nagrade, je velika verjetnost, da menedžerji "predlagajo" opcijsko nagrado, ko imajo notranje informacije o bližnjih dobrih novicah. Groznik je že l. 2001 predvideval, da ni nujno, da nagradne opcije za menedžerje dosežejo svoj namen. Če si menedžerji želijo večjih deležev v podjetju, naj to uredijo preko borznih nakupov ter drugih javnih ponudb za odkup podjetij, ne pa preko nepreglednih in dvomljivo učinkovitih nagradnih shem.

3.1 Pogostost uporabe opcijskega nagrajevanja pri nas in v tujini

Opcijsko nagrajevanje (in nagrajevanje z delnicami) je namenjeno predvsem usklajevanju interesov delničarjev in uprave. Uprava namreč pri nagrajevanju z opcijami vstopa v delničarsko strukturo družbe. Če je opcijsko nagrajevanje ustrezno zastavljeno in vsebuje potrebne varovalke, se s tem uskladijo interesi uprave in interesi drugih delničarjev, kar je dobro tako za delničarje kot za družbo. Poleg tega je opcijsko nagrajevanje za upravičenca dobičkonosno le, če se dvigne cena delnice. Zato je to neposreden motivator, da uprava deluje tako, da zviša delničarsko vrednost (Bajuk, Kostrevec & Podbevšek, 2004).

Ugotavlja se, da v večini držav več kot polovica delniških družb v večini držav Evropske unije uporablja opcijsko nagrajevanje, pri čemer je vrednost paketa delnic iz opcijskega upravičenja odvisna predvsem od višine skupnih prejemkov in od vloge trga vrednostnih papirjev v državi. V Veliki Britaniji so opcije bolj uporabljene kot v Avstriji, čeprav se razlike zadnja leta zmanjšujejo. Uporaba opcijskega nagrajevanja se v državah z angloameriškim modelom upravljanja gospodarskih družb zaradi raznih korporacijskih škandalov zmanjšuje. V državah s kontinentalnim modelom pa se, zaradi povečanja likvidnosti trgov kapitala in pomena delničarske vrednosti, vse bolj širi. Nemčija ima opcijske načrte v več kot polovici največjih javnih družb (Bajuk, Kostrevec & Podbevšek, 2004).

Sploh pa je v zadnjem času prišlo do sprememb v doktrini nagrajevanja. Visok delež variabilnih prejemkov menedžerjev, ki naj bi bili rezultat uspešnosti, postajajo preteklost. V tujini so le-ti eden od sprožilcev finančne krize, najbolj pa bode dejstvo, da so to zakrivili najbolj plačani menedžerji. Kramarjeva milijonska nagrada, ki se je zgodila v Sloveniji, je v primerjavi z navedenimi primeri v svetu le kaplja v morje. Evropski komite bančnih nadzornikov je spomladi 2009 izdal priporočila za nagrajevanje bančnih uprav, v katerih se izpostavlja izogibanje tveganjem ter upoštevanje dolgoročne uspešnosti. Ena izmed posebnosti priporočil je ta, da bi v sistem vgradili možnost vrnitve izplačanih nagrad, če bi se ugotovile prevare v poslovanju v kasnejšem obdobju. Prav tako komite priporoča, da bi sistem nagrajevanja za uspešnost zajel tudi nižje ravni in ne samo uprave.

Merila so ključna za odločitev, ali naj bo variabilni del res nagrada za uspešnost. Nagrade morajo biti takšne, da so odraz sposobnosti uprave in ne friziranja z računovodskimi operacijami. Državni zbor RS je 27. maja 2009 sprejel novelo ZGD-1C (Uradni list RS, št. 42/2009). Novo sprejete spremembe Zakona o gospodarskih družbah narekujejo delniškim družbam, da morajo v letnem poročilu poimensko objaviti razčlenjene prejemke vseh članov uprave ter razkriti politiko nagrajevanja. Priporočilo o podrobni razčlenitvi prejemkov uprave je do sedaj vseboval kodeks upravljanja javnih delniških družb, ni pa bilo to obvezno. Nov zakon upošteva marsikatero delniško družbo, še vedno pa se dogaja, da teh podatkov nekatere nočejo objavljati, med njimi je po navedbi Cajnko Javornikove

(2009, str. 48) tudi Žito d.d. V letnem poročilu je vodstvo Žita zapisalo, da so ti podatki osebne narave in se jim jih zato ne zdi primerno razkrivati.

V Sloveniji se je odnos javnosti glede razkrivanja podatkov o nagradah bistveno spremenil. Javne družbe so razkrile modele nagrajevanja, vendar kljub temu podatki še vedno niso podrobni. Po podatkih Cajnko Javornikove (2009, str. 48) so variabilni deleži plače, ki jih prejema uprava, v povprečju še vedno zelo nizki, saj se raztezajo od skromnih 20% fiksne plače pri banki SKB do neomejene višine pri podjetju Sava. Simobil je primer podjetja, kjer uprava lahko za uspešnost poleg fiksne plače dobi 120% variabilnega dela plače. Kriteriji za nagrajevanje so poslovni rezultati, merjeni s prihodki, EBIT, tržnim deležem in številom naročnikov. V opcijskem nagradnem načrtu lahko sodeluje uprava Simobila in direktorji. V l. 2008 nagrad zaradi borznih trendov ni bilo.

V danes razvpitem primeru družbe Istrabenz, za katerega se je izkazalo, da bi bilo nagrajevanje z delniškimi opcijami še najbolj pravično, tega modela ne uporabljajo, je pa % variabilnega dela in udeležbe v dobičku vseeno relativno visok, saj je l. 2008, zdaj že bivši predsednik uprave, prejel 15% variabilnega dela plače. V letnem poročilu za l. 2008 je holdinška družba Istrabenz predstavila delniški in opcijski načrt za obdobje 2008–2013. Na seji skupščine maja 2007, so upravi družbe podelili pooblastilo za pridobivanje lastnih delnic družbe in sicer z namenom nagrajevanja uprave in vodilnih delavcev ali za umik delnic. Delniški in opcijski načrt je bil sprejet s ciljem dolgoročne motivacije uprave in vodilnih delavcev in je bil narejen v skladu s priporočili Združenja Manager, Združenja članov nadzornih svetov ter Kodeksa upravljanja javnih delniških družb. Po načrtu naj bi se članom uprave in vodilnim delavcem neto vrednost variabilnih prejemkov na njihovo pisno zahtevo izplačalo v obliki delnic, in sicer v deležu, kot ga določi posamezen delavec v zahtevi. Pri določitvi števila delnic, ki ustreza delu neto prejemkov, ki se delniškemu upravičencu izplačajo v delnicah, se upošteva za 10–20% nižana povprečna tržna cena delnice v določenem obdobju pred pridobitvijo. Opcijska upravičenja za upravo in vodilne delavce se ustanovljajo skladno z opcijskim načrtom. Upoštevajo se dejstva preteklega poslovnega leta. Izvršilno ceno, izvršilno obdobje in število delnic, ki pripadajo posameznemu opcijskemu upravičencu za posamezno poslovno leto določi nadzorni svet za upravo, za vodilne delavce pa uprava družbe. Število delnic se določi v odvisnosti od uspešnosti družbe, individualne uspešnosti zaposlenega in višine njegovega bruto prejemka. Prav tako v skladu s priporočili, upravičenci ne smejo odtujiti delnic še določeno obdobje po pridobitvi. Praviloma delnic, ki so jih pridobili namesto izplačila variabilnega prejemka, ne morejo odsvojiti še 36 mesecev od pridobitve, člani uprave pa ne prej kot po preteku 12 mesecev od prenehanja mandata. Opcijski upravičenci, ki so delnice pridobili na podlagi ustanovljenih opcijskih upravičenj, ne smejo teh odsvojiti prej kot po 12-ih mesecih po pridobitvi oz. jih ne smejo prodati prej kot po preteku 24 mesecev od preteka mandata.

Družba Žito je tudi razkrila kriterije za odmero variabilnega dela plač. Uporabljajo kosmati donos iz poslovanja, donos kapitala, letni donos delnice in delež denarnega toka v kosmatem donosu (EBITDA). Žito je eden redkih primerov, kjer nagrajevanje lahko doseže tudi drugo smer – negativno. Variabilni del plače lahko dosega od -30 % do + 30 % fiksne plače. Uprava je nagrajena tudi z deležem v dobičku.

Prav tako so v družbi Save v preteklosti izplačevali variabilni del plače predsedniku uprave v obliki delnic Save. Za preteklo leto so se nagradam zaradi krize odrekli.

Opcijsko nagrajevanje (Cajnko Javornik, 2009, str. 48) je uporabljala tudi Nova Kreditna Banka Maribor (NKBM), opcij pa uprava v zadnjih dveh letih ni prejela. Odkar je SKB banka v lasti francoske družbe Societe Generale, je bila ponujena možnost upravi tudi za nagrajevanje z delniškimi opcijami, kar pa se je po besedah direktorice Selškove zgodilo samo trikrat. Lastniki so možnost takšnega nagrajevanja ukinili. Zaposleni pa imajo možnost sodelovati v notranjem delničarstvu Societe Generale, vendar morajo v nasprotju s svojimi francoskimi kolegi na popust pri ceni zaradi slovenske zakonodaje plačati dohodnino. Ker delnice kupijo iz svoje neto plače, so marsikateri od zaposlenih delnice prav iz tega vzroka prenehali kupovati. UniCredit Group ima poleg letnega modela nagrajevanja tudi načrt dolgoročnih spodbud, ki zajema možnost delniških opcij in nagrad v obliki delnic, ki jih uprava lahko prejme za doseganje ciljev v triletnem obdobju.

Sama vidim problem pogostosti nagrajevanja z opcijami in delnicami prav v tem, da sedanja zakonska ureditev smatra izplačilo v opcijah in delnicah kot boniteto, kar pomeni, da se na tovrstno izplačilo plača vse davke in prispevke. Plačilo te obveznosti nastopi takoj po preknjižbi delnice. Davek se plača vnaprej, osnova za obračun bonitete pa je razlika med nakupno in tržno vrednostjo delnice. Če je tržna cena ob prodaji nižja kot ob izdaji delnice, bo plačani davek višji, kot bi bilo upravičeno na dejanski zaslužek. Prejemnik delnice oz. izplačevalec – podjetje, mora denar odvesti, še preden je prejel priliv. Ta poteza pa izniči pozitiven učinek izplačila v delnicah, da nagrajevanje v delnicah ni odliv. To pomeni, da bi po naši zakonodaji podjetje, ki se odloči za tak način nagrajevanja – izplačilo v delnicah, takoj ob izdaji odvedlo gotovino v davčno in pokojninsko blagajno. To je eden ključnih razlogov, zakaj se slovenska podjetja za to obliko nagrajevanja ne odločajo. Pivovarna Laško se za to obliko nagrajevanja med drugim ni odločila tudi iz tega razloga.

V Franciji in ZDA obravnavajo delniški in opsijski načrt v bolj ugodnih razmerah, saj se davek plača ob prodaji delnic, delodajalec je oproščen socialnih prispevkov, olajšave pa se lahko uveljavlja po štirih letih v Franciji in po dveh v ZDA.

Nagrajevanje z delniškimi opcijami je bilo od začetka namenjeno predvsem menedžerjem, danes pa podjetja to vrsto nagrajevanja širijo tudi na ostale zaposlene. Zaposleni tako dobijo možnost, da z deležem, ki jim pripada iz dobička podjetja, kupijo delnice. Ideja

delniških opcij je predvsem ta, da bi povezava plače in uspešnosti poudarila interes zaposlenih za uspešnost celotnega podjetja.

Zupanova (2000, str. 1-4) pojasnjuje, da so podjetja z delavskim delničarstvom v primerjavi z ostalimi podjetji, v mnogih raziskavah izkazala večjo produktivnost, hitreje so povečevala zaposlovanje in imela hitrejšo rast prodaje in večji donos kapitala. Ne moremo pa trditi, da je tovrstno nagrajevanje tudi motivacijski dejavnik, ki bi na posameznega delavca vplival na povečevanje uspešnosti, ni pa ovira za doseganje večje uspešnosti podjetja. Takšna oblika nagrajevanja naj bi prispevala k manjši fluktuaciji in zmanjšanemu absentizmu, izboljšala naj bi odnose med zaposlenimi in menedžerji, povečala pripadnost podjetju in sodelovanje med zaposlenimi.

Udeležba zaposlenih v lastništvu podjetja naj bi imela motivacijsko moč, da bi spodbujala zaposlene, da bi ti občutili pripadnost podjetju. Delavska lastnina lahko pozitivno vpliva na uspešnost podjetja.

Študija (Perotin & Robinson, 2003), narejena z namenom dokazati povezanost finančne participacije in produktivnosti je dala naslednje rezultate:

1. finančna participacija ima pozitiven ali nevtralen vpliv na produktivnost podjetja,
2. shema finančne participacije predstavlja zaposlenim vzvod, da delajo več in bolj učinkovito, izboljšuje komunikacijo med zaposlenimi in menedžmentom ter sodelavci in izboljšuje sodelovanje med zaposlenimi,
3. udeležba zaposlenih ima v delitvi dobička podjetja močnejši vpliv na celotno produktivnost kot delničarstvo zaposlenih, čeprav je vrednost absolutnih ravni produktivnosti med različnimi državami težko primerljiva,
4. večji obseg finančne vključenosti zaposlenih ima večji vpliv na produktivnost podjetja,
5. udeležba v dobičku z denarnim izplačilom ima predvsem kratkoročni učinek na produktivnost, medtem ko je vpliv delničarstva zaposlenih na produktivnost podjetja dolgoročnejši,
6. vse več izsledkov raziskav potrjuje, da imata tako udeležba v dobičku podjetja kot delničarstvo zaposlenih velik vpliv na produktivnost pod pogojem, da so zaposleni dobro informirani o ciljih in poslovni strategiji podjetja, v katerem so zaposleni, če je komunikacija med zaposlenimi in menedžmentom dobra in če imajo zaposleni možnost sodelovanja pri sprejemanju odločitev in upravljanju podjetja. To še posebej velja v primeru delničarstva zaposlenih,
7. ni nobenih jasnejših izsledkov o vplivu sindikalne organiziranosti v podjetjih s finančno participacijo na produktivnost,
8. prizadevanja delodajalcev za boj proti rasni in narodnostni diskriminaciji in spodbujanju enakih možnosti, ki vodijo k vključevanju čim večjega števila zaposlenih v sheme finančne participacije, kaže na povečan vpliv delničarstva zaposlenih na produktivnost podjetja.

Primer uspešne delavske participacije na področju pivovarstva je angleški koncern Diageo, ustanovljen l. 1997 po združitvi podjetij Guinness in Grant Metropolitan. V njegovi lasti so tudi blagovne znamke Budweiser, Smirnoff, Baileys idr. V podjetju Diageo so prepričani, da je osebno nagrajevanje ključ za uspeh podjetja.

V podjetju imajo uvedene štiri vrste finančnih shem (Štibelj, b.l.):

1. varčevanje v obliki delnic (ang. *Sharesave*),
2. udeležba na dobičku (ang. *Profit Share*),
3. nakup delnic iz rednega dohodka (ang. *Salary Foregone*),
4. delniške opcije za višje vodstvo (ang. *Executive Share Options for Senior Executives*).

Davčne ugodnosti so značilne za prve 3 sheme. Vodstvo tega podjetja si na različne načine prizadeva, da bi bili zaposleni del teh finančnih shem, saj je namen le-teh izboljšanje finančnega položaja. Vseeno je finančna kriza prizadela tudi Diageo, saj so zaradi zmanjšanega izvoza umaknili načrte za gradnjo velikanske Guinnessove pivovarne.

Še posebej učinkovite pa so kombinacije lastništva zaposlenih z visoko stopnjo sodelovanja zaposlenih pri upravljanju podjetja. Delavska participacija je pomembno orodje za povečevanje motiviranosti delavcev. Posameznik bo v podjetju še bolj dejaven, zainteresiran in odgovoren, ko bo imel vpliv na odločitve o lastni delovni situaciji celotnega podjetja. Različne oblike individualne (npr. organizacija delovnega mesta, način opravljanja delovnih nalog) in kolektivne (svet delavcev, predstavniki delavcev v nadzornem svetu, delavski direktor) participacije zaposlenih pri poslovnem odločanju v podjetju povečujejo delovno zadovoljstvo zaposlenih in izboljšujejo interno komunikacijo. S tem pozitivno vplivajo na uspešnost podjetja, od česar imajo koristi tako delodajalci kot tudi delojemalci. Kljub temu pa je v mnogih slovenskih podjetjih še vedno prisotno mnenje, da te sindikalne pridobitve delavcev neutemeljeno posegajo v avtonomijo in moč odločanja ter podjetju povzročajo le nepotrebne dodatne stroške, zato samo škodujejo poslovni uspešnosti in ne obratno (Uhan, 1998, str. 596-601).

S participacijo delavcev pri dobičku se je Evropska unija začela ukvarjati v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja. Evropska komisija je l. 1989 vključila finančno participacijo delavcev pri dobičku med glavne cilje svojega programa (ang. *Action Programme for the implementation of the Community Charter of Basic Social Rights of Workers*). Glede na to podlago je bil sprejet t.i. pregled participacije po državah članicah imenovan "Papper I. Report", ki sta ga dopolnila "Papper II. Report" in "Papper III. Report". Tudi Slovenija si je dolgo prizadevala, da bi zakonsko uredila udeležbo delavcev pri dobičku. Poslanci državnega zbora l. 1997 niso sprejeli osnutka Zakona o udeležbi delavcev pri dobičku. Državni zbor se je za to potezo odločil februarja 2008. Do tedaj je bila udeležba pri dobičku družb prostovoljna. Delovnopравни in t.i. korupcijski predpisi so omogočali, ne pa zahtevali udeležbo zaposlenih pri dobičku družb.

Dne 29. marca 2008 je začel veljati Zakon o udeležbi delavcev pri dobičku (ZUDDob, Uradni list RS št. 25/08). Bistvena lastnost tega zakona je, da uvaja pravni okvir, ki spodbuja družbe in zaposlene k večji poslovni uspešnosti ter deluje spodbudno pri večanju gospodarske rasti. Zakon omogoča učinkovitejše sodelovanje med delavci in delodajalci ter omogoča davčne in druge ugodnosti.

Udeležba delavcev pri dobičku je npr. v Franciji obvezna za vse družbe, ki zaposlujejo več kot 50 delavcev, slovenski zakon pa sledi načelu prostovoljnosti. To pomeni, da je udeležba pri dobičku prostovoljna tako za delavce kot za delodajalce. Se pa pri tem zakonu postavljata dve omejitvi in sicer prva, da je zakon namenjen zgolj kapitalskim družbam, kot jih določa zakon o gospodarskih družbah ter druga omejitev, da se delavcem lahko izplača največ petino dobička posameznega poslovnega leta, vendar ne več kot desetino letnega bruto zneska plač, izplačanih v družbi v posameznem letu. ZUDDob določa tudi najvišji znesek, ki ga delavec lahko prejme v posameznem poslovnem letu – to je 5.000 evrov.

Zakon o udeležbi delavcev pri dobičku razlikuje dve vrsti shem, pogodbeni stranki se lahko dogovorita za denarno ali pa delniško shemo udeležbe pri dobičku. Davčne ugodnosti, ki jih prinaša zakonska ureditev, so privlačne tako za delodajalce kot tudi za delavce. Mislim, da po zakonu največ pridobita obe strani v obdobju med enim in tremi leti. V davčno osnovo se delavcu všteje 30 % pripadajočega zneska, delodajalec pa občuti ugodnost pri prijavi davka od dohodka pravnih oseb ter pri plačilu nižjih prispevkov za socialno zavarovanje.

Dejstvo je, da je največja napaka, ki jo naredijo podjetja v tem, da nagrajujejo tako, kot se je izkazalo za dobro v nekem drugem podjetju. Vsako podjetje ima svojo, sebi prilagojeno organizacijsko kulturo. Sistem nagrajevanja je vsekakor kompromis med zahtevami vodstva in pričakovanji zaposlenih.

3.2 Vpliv nagrajevanja z delnicami in opcijami na motivacijo menedžerjev za doseganje boljših rezultatov

Menedžerjem izplačujejo lastniki nagrade v obliki vrednostnih papirjev z namenom, da bi le-ti dosegali dolgoročno uspešnost podjetja. Delniške opcije omogočajo lastniku v določenem obdobju nakup delnic po vnaprej določeni ceni. Menedžerje naj bi ta način nagrajevanja motiviral za večjo gospodarnost lastniškega deleža, ki ga imajo v podjetju. Variabilen del plače naj bi menedžerje spodbudil k temu, da bi delali tudi v korist delničarjev.

Delo menedžerjev je precej težje opredeliti kot delo drugih zaposlenih, saj je v precej večji meri prepuščeno pobudi posameznika, kaj in kako bo delal. Je zahtevnejše, obsežnejše in manj predvidljivo, zato ga je težje nadzirati. Tako stopa v ospredje osnovno vprašanje

teorije agentov (ang. *agency theory*), kako naj lastniki zagotovijo, da se bodo menedžerji obnašali v skladu z interesi lastnikov in ne zgolj v skladu z lastnimi težnjami po doseganju čim večje osebne koristi (Zupan, 2001, str. 233).

Prav menedžerji so tisti, ki postavljajo lastne interese pred interese lastnikov in tako družbo oddaljujejo od njegovega primarnega cilja – maksimizacije dolgoročne vrednosti družb. Ker dostikrat menedžerji razpolagajo z več informacijami kot lastniki družb, to izkoriščajo za prevladujoči položaj.

V času borznega razcveta konec devetdesetih let so prejemki naraščali z rastjo na delniških trgih. Po borznem zlomu l. 2000 so se vlagatelji na borznem trgu spustili na realna tla. Indeks Nasdaq (ang. *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* - prvi elektronski trgovalni sistem na svetu, na katerem sedaj kotira več kot 5.000 bolj aktivno trgovalnih OTC delnic) je izgubil 3.000 indeksnih točk, dno pa je dosegel oktobra 2002, ko je izgubil 78% vrednosti.

Dne 30. junija 2002, je takratni ameriški predsednik Georg Bush podpisal zakon Sarbanes-Oxley Act 2002, v katerem je kot ukrep na škandale tipa Enron, Worldcom, Parmalat, Arthur Andersen, posegel na področje javnih delniških služb in njihovih revizijskih hiš ter v ureditev korporacijskega upravljanja in trg vrednostnih papirjev. Namen zakona je bil vpeljati strožji nadzor nad delovanji podjetij, njihovega vodstva in menedžmenta ter zagotoviti enostavnejšo obliko branja finančnih in drugih poročil ter zagotoviti nadzor nad preprečevanjem goljufij. Prav Enron je bil primer, ko so revizorji izdelovali zanj tudi računovodske izkaze, kar je na splošno prepovedano. Obstajati mora neodvisnost, torej ločenost revizorja od naročnika. Zdaj je priporočljivo, da naročnik revizorskega partnerja zamenja po sedmih letih.

Škandali, ki so se vrstili v začetku tega tisočletja so zamajali zaupanje investitorjev, kar je povzročilo bolj previdno vlaganje, pregled upravljanja, politike in postopkov korporacij.

Nekaj časa po škandalih v ZDA so bile opcije vseeno še vedno najbolj priljubljen način nagrajevanja, saj je prav tovrstno nagrajevanje majhnim in finančno šibkejšim podjetjem pomagalo, da so pridobila in obdržala najboljše kadre, med njimi so bili Microsoft, Intel, Dell in FedEx. Prav Microsoft je podjetje, ki je delniške opcije uporabljalo za nagrajevanje v največjem obsegu. Mnogi zaposleni so na ta način postali milijonarji, podjetje pa je postalo zgled ostalim v panogi. Vseeno so se odločili, da delniške opcije zamenjajo za delnice z omejitvijo. Razlogi za to odločitev so bili predvsem v počasni rasti in padanju cene delnice na trgu. Delnice z omejitvijo prodaje bi pripomogle k temu, da bi bili delavci nagrajeni tudi, ko cena delnic pada. Drugi razlog je bil v znižanju stroškov, saj je nagrajevanje z delnicami cenejše od opcij. Zanimivo pa je, da najvišje vodstvo Microsofta, Gates in Ballmer, nista nikoli prejela delniških opcij.

Priljubljenost nagrajevanja z opcijami pa upada prav zaradi dejstva, da vrednost delnic ni v celoti odvisna samo od uspešnosti vodilnih. Mnenja sem, da bi se morale opsijske nagrade znižati na razumno raven, saj vodilni prevečkrat napihnejo vrednost delnic za izvršitev opcij in prodajo delnic po višji ceni prav zaradi želje po višji nagradi.

V praksi se je izkazalo, da so menedžerji, nagrajeni z delniškimi opcijami, res spremenili svoje delovanje, vendar ne tako, da bi njihovo delovanje sledilo interesom lastnikov. Namesto da bi opcije uskladile interese menedžerjev in lastnikov, so pogosto vodile do še večjih razlik med njimi (Groznik & Valentinčič, 2004, str. 10).

Po Priporočilih Združenja Manager naj bi se nagrada v obliki delnic dodelila iz sklada lastnih delnic. Izvedljiva pa naj bi bila pod naslednjimi pogoji:

1. cena delnic, uporabljena za izračun števila delnic, mora biti višja ali enaka povprečni tehtani tržni ceni delnic v zadnjem letu,
2. delnice družbe kotirajo na trgu vrednostnih papirjev ali pa se upošteva njihova ocenjena vrednost s strani pooblaščenih ocenjevalcev vrednosti podjetij ali drugih strokovnjakov,
3. za prejemnika tako pridobljenih delnic velja prepoved odtujitve teh delnic za obdobje najmanj treh let oziroma do izteka njegovega mandata po menedžerski pogodbi.

Menedžerje pa naj bi se nagrajevalo v skladu z naslednjimi pogoji:

1. rok za izvršitev opsijskega upravičenja je najmanj 2 leti in največ 5 let od sklenitve pogodbe,
2. izvršilna cena delnic na dan dodelitve delniške opcije ni nižja od povprečne tehtane tržne cene delnic v zadnjem letu pred mesecem dodelitve delniške opcije oziroma od ocenjene vrednosti delnice s strani pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij,
3. menedžer ne sme odtujiti na ta način pridobljenih delnic po izvršitvi delniške opcije še najmanj 6 mesecev (čeprav je to določeno, iz nespoštovanja te določbe ne izhajajo nikakršne posledice).

Mislim, da je prav finančna kriza tista, ki bo pripomogla tudi k dejstvu, da se bodo spremenile nagrade vodstvenih kadrov. Variabilno nagrajevanje menedžerjev v Sloveniji predstavlja le petino zneska plače, kar je precej pod evropskim povprečjem. V Sloveniji se prav opsijsko nagrajevanje oziroma nagrajevanje z delnicami ni prijelo zaradi prepričanja o davčnih neugodnostih.

Po mnenju Jamnika (Vozel, 2008, str. 39), je razlika med opsijskim nagrajevanjem in nagrajevanjem z delnicami v tem, da delnice lahko postanejo povsem brez vrednosti, popolno razvrednotene, delniškemu deležu se pa lahko spreminja vrednost, ostaja pa vedno v podjetju. Trend pri menedžerjih je, da ko ima menedžer mandat, kupuje delnice svojega podjetja in jih obdrži za čas njegovega delovanja na tem mestu. S tem naj bi si prizadeval za rast vrednosti delnice, torej od delniških opcij gre trend v smeri polne vrednosti delnic.

Po besedah Urbanije se je za to potezo najprej odločil Siemens (2003, str. 31), ki je svojih 5.500 menedžerjev namesto z opcijami nagrajeval kar z delnicami, za njim pa še Microsoft. Stroški prodaje delnic so bili prikazani v bilanci.

Sama sem mnenja, da je menedžer upravičen do visokih nagrad, saj na njegov račun pridobiva tako uprava kot delničarji. Če raste vrednost delnice, naj raste tudi menedžerjeva nagrada. Dober sistem nagrajevanja je tisti, ki prinaša družbi dolgoročne koristi.

Rappaport opozarja na pomanjkljivost delniških opcij predvsem v hitro rastočih panogah. Obstaja namreč nevarnost, da podjetje kljub naraščajoči vrednosti delnic začne zaostajati za tekmeči (vrednost pri njih raste še hitreje) in se znajde v precejšnjih težavah, menedžerji pa z unovčenjem delniških opcij vseeno obogatijo (Zupan, 2001, str. 240).

Groznik (2001, str. 3) trdi, da lahko namesto do uskladitve interesov menedžerjev in lastnikov pride do razhajanj. To pojasnjuje z dejstvom, da povečanje deleža opcij, ki jih imajo lastniki, vodi do zmanjšanja nagnjenosti podjetij k izplačevanju dividend. Takšne opcije postanejo za menedžerje več vredne. Alternativa izplačevanju dividend pa postane odkup lastnih delnic. S tem se cena delnic dvigne in menedžerjem z opcijami se poveča vrednost njihove opsijske nagrade. Prav tako je Groznik mnenja, da je težavna tudi nepripravljenost podjetij, da bi pravilno ocenila in prikazala stroške opsijskega nagrajevanja. L. 1998 so bili računovodski dobički zaradi opcij v ZDA za 50% »prenapihnjeni« tudi zaradi dejstva, da so stroški opcij prikazani samo v opombah, ne pa tudi v izkazih uspeha. Ameriški odbor za računovodske standarde (ang. *Financial Accounting Standards Boards*) je predlagal, da bi se stroški opcij prikazovali kot odhodek, dosegel pa je le omembo opcij v opombah.

Problem opsijskega nagrajevanja predstavlja tudi razširjenost menedžerskega trgovanja z notranjimi informacijami.

Slovenska menedžerska sestava je bila od sredine devetdesetih povezana z nastajanjem nove lastniške sestave. Menedžerji, ki so v drugi polovici devetdesetih vodili osrednja podjetja, so skoraj vsi postali tudi veliki lastniki. Ti ljudje so obogateli zato, ker so bili na položajih in so lahko uporabili notranje informacije, čeprav je res, da brez dobrega upravljanja tega ne bi mogli izrabiti. Toda izkoriščanje notranjih informacij je v belem kapitalizmu prepovedano (Tajnikar v Kovač, 2006, str. 8).

Primer »insajderskih« informacij je tudi ta, da družbe, katerih delnice ne kotirajo na trgu, sklenejo z upravo opsijske pogodbe, ki so izvršljive po preteku določenega roka. V tem času družba uvrsti delnice na borzo, kjer se vrednost teh delnic poveča, če je družba uspešna. Ta način pridobitve opsijskih upravičenj seveda vzbuja dvome, omogoča pa izredne zasluške.

Sama sem podobnega mnenja kot Slapničarjeva (Gregorič, Slapničar & Rejc, 2004, str. 8), da naj o nagrajevanju z delnicami in opcijami odločajo delničarji, izračunava naj se poštena vrednost teh nagrad in naj se vgradijo mehanizmi, ki bodo preprečevali neustrezno delovanje uprav. Delničarji so tisti, ki razumejo razloge za višino nagrad, nanjo vplivajo z oblikovanjem razmerja med uspešnostjo podjetja in vrsto nagrad svojih agentov – menedžerjev. Prav ta preglednost plačil bi pripomogla k razlikovanju med dobrimi in slabimi menedžerji in k večji učinkovitosti trga menedžerjev.

3.3 Prednosti in slabosti obeh oblik nagrajevanja

Osemdeseta leta prejšnjega stoletja so bila zaznamovana z notranjimi prevzemi, menedžerskimi odkupi in zlorabami delničarjev. Jensen (Rus, 2003, str. 108) je bil takrat prepričan, da je prav ločitev menedžmenta od lastništva pripeljala do pomanjkljivega nadzora nad menedžmentom. S ponovnim združevanjem teh dveh funkcij naj bi prišel eden izmed trendov nagrajevanja menedžerjev z opcijami. Razmišljanje, da bi menedžersko motivacijo povezali z lastniško, je pripeljal do ideje, da bi morala biti plača menedžerja sestavljena iz manjšega dela v obliki plače, večjega pa v obliki opcij. Podjetje, ki dosega finančne rezultate na trgu vrednostnih papirjev, dá možnost menedžmentu za unovčenje opcij in s tem položaj visokih nagrad. Večina korporacij v ZDA je konec devetdesetih prevzela to obliko nagrajevanja menedžerjev.

Slabosti nagrajevanja z opcijami je potrdil tudi harvardski profesor Michael Jensen, ki je to obliko nagrajevanja sprva med prvimi spodbujal. Nagrajevanje z opcijami ponuja veliko možnosti za manipulacije, če pogoji za njihovo izpolnitev niso točno določeni. Takšno nagrajevanje pa ima prednosti in slabosti.

Slabost opsijskih nagrad je ta, da se večina ameriških opsijskih nagrad ne prikazuje kot dohodek, v nasprotnem primeru bi večina ameriških podjetij beležila izgubo. Po mnenju Kordeža (Cmrečnjak, 2002), bi se samo Microsoftov dobiček zmanjšal z 9,4 milijarde dolarjev na 2,1 milijarde dolarjev. Strošek opsijskega nagrajevanja se prevlači na lastnike, ker ta strošek zmanjšuje vrednost že izdanih delnic.

To je privedlo do tega, da je v ZDA pomanjkljiva računovodska obravnava opsijskih načrtov glavni razlog za njihovo široko uveljavljanje. Zaradi premije za tveganje menedžerjev je nagrajevanje z opcijami dražje od nagrajevanja v obliki plač. Z računovodskega vidika pa so opcije »zastonj« in zato jih podjetja uporabljajo preko vseh meja (Murphy, 1999, str. 2504).

Od države do države je odvisno, kako nagrajevanje funkcionira v praksi. V prvi vrsti je za izboljševanje procesov pomembna motiviranost zaposlenih. V Franciji so se odločili, da bodo zaposlene motivirali tako, da bodo brezplačno podelili določeno število delnic. To naj bi pozitivno vplivalo na pripadnost in interes zaposlenih za boljše rezultate podjetja. Ta

odločitev je pozitivna tako z računovodskega vidika, saj izdaja novih delnic pozitivno vpliva na kapitalsko ustreznost, kot tudi z vidika države, saj ko so delnice prodane, dobi prilive iz naslova kapitalskih dobičkov.

Programi nakupov delnic s popustom ter opcijsko nagrajevanje predstavlja spodbudo za notranje lastništvo, saj poleg želje po povečanju plače, zaposleni strmijo tudi k dolgoročni rasti podjetja. Vseeno pa mnogokrat že sam pojem notranje lastništvo deluje negativno, poudariti je potrebno, da gre tu zgolj za vlogo lastnika, ki je zainteresiran za rast in razvoj podjetja.

V Sloveniji predstavlja glavno slabost sedanja zakonska ureditev, ki izplačilo v delnicah opredeljuje kot boniteto. Boniteta je obremenjena z vsemi davki in prispevki, obveznost plačila nastopi takoj po prejemu oziroma preknjižbi delnice. Davek na delnice plačamo vnaprej, osnova za obračun bonitete pa je razlika med nakupno in tržno vrednostjo delnice, tudi v primeru, da je tržna cena ob prodaji nižja kot ob izdaji delnice. Prav dejstvo, da mora podjetje denar odvesti še preden prejme dejanski priliv, predstavlja podjetjem vprašanje ali tako nagrajevati ali ne. Slovenska ureditev je tako destimulativna, da se za tovrstno obliko nagrajevanja odloča zelo malo slovenskih podjetij.

Prednosti in slabosti nagrajevanja z delnicami in opcijami po Kordežu sem v Tabeli 2 že omenila na strani 11. Nasprotniki tega načina nagrajevanja lahko navedejo ogromno argumentov proti tovrstnemu nagrajevanju. Za zgled jim je cela vrsta manipulacij menedžerjev v ameriških podjetjih. Vendar koncept nagrajevanja, ki bi bil idealen ne obstaja.

Sama mislim, da je nagrajevanje z delnicami in opcijami uspešno, saj predstavlja najbolj učinkovit način motiviranja zaposlenih, problem je v ljudeh samih. Če pa podjetje zaposluje takšne ljudi, ki so brez etike in morale in jih v takšna dejanja vodi pohlep, bi nad njimi morala izvajati drugačen nadzor, saj je za dobro delovanje podjetja v prvi meri potreben sistem vrednot. Mislim, da je glavni problem v sistemu upravljanja ne pa v načinu nagrajevanja.

Opcijsko nagrajevanje je najbolj razširjeno v ZDA, v Evropski uniji pa je največ v uporabi v Veliki Britaniji in v Franciji. Davčne spodbude so tiste, ki lahko uveljavijo tovrstno nagrajevanje ali pa ga zatrejo. Uporaba opcijskih načrtov razkrije željo po dolgoročni uspešnosti. Če je najkrajši rok za izvršitev opcije (rok za nakup delnice) 5 let, kar predstavlja v gospodarstvu nek srednjeročni čas, bo menedžer plačal delnico po ceni, določeni na dan dodelitve opcije, z uspešnim vodenjem podjetja pa bi si zagotovil veliko višjo vrednost in bi si zagotovil premoženjsko korist.

Vsekakor so za neuspehe nagrajevanja z opcijami in delnicami krivi tudi pristranski revizorji. Le-ti bi morali s potrdilom zagotavljati pravilen in zakonit izkaz uspeha. Ampak

tudi revizorsko hišo kot je Arthur Andersen, je pohlep po denarju uničil, kar je nadzorno dokazal Enronov primer. Enronovi revizorji so potrjevali zavajajoča poslovna poročila kot tudi uničevali dokumentacijo.

3.4 Nagrajevanje z delnicami in opcijami v slovenski zakonodaji

Nagrajevanje z opcijami in delnicami zahteva tudi poznavanje zakonodaje. Predstavila bom podlago za tovrstno nagrajevanje.

Slovenski model upravljanja je povzet po nemškem modelu, kjer gre za dvotirno upravljanje, to pomeni, da nadzorne odločitve sprejme nadzorni svet, vodenje poslov pa opravlja uprava družbe. Nagrajevanje je v pristojnosti nadzornega sveta.

Podjetja morajo predložiti Agenciji za javnopravne evidence in storitve (AJPES) računovodske izkaze in priloge, v katerih morajo med drugim predstaviti tudi skupni znesek vseh prejemkov članov uprav in nadzornih svetov. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1) vsebuje določilo o prejemkih članov uprav. Določa, da naj bi bili prejemki članov uprave sorazmerni z njihovimi nalogami in finančnim stanjem družbe, nadzorni svet pa zahteva vrnitev že izplačane nagrade oz. njen sorazmerni del, če ugotovi ničnost letnega poročila in se ničnostni razlogi nanašajo na postavke ali dejstva, ki so bile podlaga za določanje nagrade, ali na podlagi posebnega revizorjevega poročila, s katerim se ugotovi, da so bili napačno uporabljeni kriteriji za določitev nagrade ali, da so bili pri tem odločilni nepravilni računovodski, finančni in drugi podatki ter ostali kazalci. Vrnitev že izplačane nagrade je mogoče zahtevati v roku treh let od dneva izplačila nagrade ali dela nagrade (Zakon o gospodarskih družbah, 2009, 270. člen).

Ljubljanska borza pa je druga institucija, ki naj bi pripomogla pri zagotavljanju boljše preglednosti plač menedžerjev ter k dobremu delovanju in ugledu podjetij. Nagrajevanje menedžerjev je stvar obligacijsko-pravnih razmerij med družbo in menedžerji. Pravila ne vsebujejo podrobnejših določil, podjetja, ki kotirajo na borzi in v prvi kotaciji, edino zavezujejo, da javno objavijo izjavo o skladnosti s kodeksom o upravljanju javnih delniških družb. Javne delniške družbe naj bi priporočila tega kodeksa čim bolj spoštovale. Kodeks je sprejelo Združenje članov nadzornih svetov, podprli pa sta ga tudi Ljubljanska borza in Združenje Manager. Kodeks podrobno določa, kateri podatki o izplačilih naj bodo javno razkriti v letnih poročilih. Prejemki posameznega člana uprave naj bi bili razdeljeni v naslednje sklope: fiksni del prejemkov, gibljivi del, udeležba pri dobičku, opcijsko nagrajevanje in drugi prejemki člana uprave. Kodeks tudi priporoča, da podjetja razkrijejo merila za določanje variabilnega dela prejemkov, ocenjeno vrednost nedenarnih bonitet, podrobnosti glede odpravnin ter določbe povezane s konkurenčno klavzulo.

Izdaja delniških opcij pomeni pravico pridobiti delnice družbe, zato je treba upoštevati ustrezna določila delniškega prava. Ta ne zadevajo podelitve delniških opcij (uredi se s pogodbo med družbo in menedžerji), temveč izročitev delnic družbe (Cigan, 2002, str. 76).

Kljub temu, da je uporaba delniških opcij za nagrajevanje menedžerjev v Sloveniji bolj izjema, mislim, da je eden boljših načinov nagrajevanja menedžerjev. Kot način nagrajevanja so delniške opcije obravnavane v Aneksu h Kriterijem za individualne pogodbe o zaposlitvi.

Priporočila Združenja Manager o izvedljivosti dodelitve nagrade v obliki delnic sem obravnavala na strani 35.

Menim, da je v Sloveniji nagrajevanje menedžerjev bolj kot s predpisi odvisno od etičnega ravnanja posameznega menedžerja. Predlog zakona o dodatni obdavčitvi dela menedžerskih dohodkov v času krize z dne 16. aprila 2009, bi pripomogel k temu, da bi dobili sistem, ki bi omogočal, da bi slabi menedžerji ostali brez neupravičenih nagrad. Omenjeni predlog bom podrobno predstavila v naslednjem poglavju.

3.5 Davčni vidik

Nagrajevanje z delniškimi opcijami je pomembno tudi z davčnega vidika. Poznati moramo, katere vrste davka obračunati ter časovno omejitev obdavčitve takšnega nagrajevanja.

Člen 9.a Kriterijev za individualne pogodbe o zaposlitvi menedžerjev (Uradni list RS, št. 64/97) nam predstavlja pravno podlago za opcijsko nagrajevanje menedžerjev. Delniško opcijo določa kot obliko nagrajevanja iz uspešnih rezultatov poslovanja v 3. odstavku. Delniško opcijo se menedžerju podeli na podlagi odločitve pristojnega organa, ki opcijsko shemo določi vnaprej za srednjeročno obdobje v obliki pravic za nakup delnic ali pa izvedenih vrednostnih papirjev.

Upoštevajoč določbe Zakona o dohodnini (Uradni list RS, št. 70/05-UPB2 – Zdoh-1), bom pojasnila obdavčitev dohodkov, ki izhajajo iz opcijskega nagrajevanja.

V trenutku podelitve opcije, to je, ko skupščina potrdi opcijski načrt, ki ga je predlagala uprava, je najpomembnejša tržna cena delnice, ker se na tej podlagi določi cena, po kateri bo upravičenec v prihodnosti izvršil opcijo. V ZDoh-1 trenutno ni člena, ki bi predpisal obdavčitev. Opcija se izvrši tako, da upravičenec izjavi, da bo opcijo zamenjal za delnico. To stori na točno določen dan oz. v določenem časovnem obdobju. Razlika med tržno ceno delnice v trenutku izvršitve in nabavno ceno delnice je prejemek imetnika opcije. Ta prejemek se po 8. točki drugega odstavka 27. člena ZDoh-1 davčno obravnava kot boniteta.

Za večino bonitet je trenutek nastanka davčne obveznosti trenutek prejema bonitete. Za delniške opcije pa poznamo več trenutkov nastanka davčne obveznosti in sicer (Romic Šircelj, 2005):

1. **ob dodelitvi delniških opcij** – prednost: nižja efektivna davčna stopnja če cena delnice od dodelitve opcije do izvršitve opcije narašča,
2. **ob dospelju delniških opcij** – slabost: tveganje, da davčni zavezanec plača davek ob dodelitvi opcije tudi če opcijo kasneje ne izvrši, ker se cena delnic do izvršitve ni povečala
3. **ob izvršitvi delniških opcij** – slabost: efektivna davčna stopnja je običajno večja kot v primeru obdavčitve ob dodelitvi opcije,
4. **ob dospelosti pravice do prodaje delnic**,
5. **ob prodaji delnic, pridobljenih z realizacijo delniške opcije** – tu razlikujemo med dvema vrstama dohodka in sicer dohodkom iz zaposlitve in kapitalskim dobičkom. Kapitalski dobiček je običajno obdavčen po nižji davčni stopnji kot dohodek iz zaposlitve, saj se za le-tega plača tudi davek po dohodninski lestvici in prispevek za socialno varstvo.

Prav različni termini obdavčitev imajo svoje prednosti in slabosti.

Po četrtem odstavku 30. člena ZDoh-1 moramo pri davčni osnovi upoštevati naslednja določila:

1. če delodajalec delojemalcu zagotovi pravico do nakupa oziroma pridobitve delnic po znižani vrednosti ali pravico do pridobitve drugega premoženja, se boniteta ugotavlja na dan, ko je pravica izvršena, oziroma na dan, ko je delojemalec pridobil delnice ali kako drugo vrsto premoženja,
2. če delojemalec odsvoji pravico do nakupa delnic ali do pridobitve drugega premoženja, se boniteta ugotavlja na dan odsvojitve navedene pravice.

Po 3. točki prvega odstavka 86. člena ZDoh-1 davčna obveznost ob prodaji vrednostnega papirja nastane, če se prodaja opravi pred potekom treh let od dneva, ko je bil vrednostni papir pridobljen.

Glede na to, da je v sedanjem zakonu prvi trenutek obdavčitve določen trenutek izvršitve opsijske pravice, to pomeni, da obdavčitev nastane, ko opsijski upravičenec uveljavi pravico iz opsijske pogodbe, tako, da delnice družbe kupi po vnaprej določeni ceni. Razlika med vplačano vnaprej določeno ceno za delnice in tržno vrednostjo delnic ob izvršitvi je obdavčena kot boniteta. Znesek bonitete se praviloma določa na podlagi primerljive tržne cene. Če primerljive tržne cene ni mogoče določiti, se znesek bonitete določi na podlagi stroška, ki je nastal pri delodajalcu v zvezi z zagotavljanjem bonitete. Tako ugotovljena boniteta se zmanjša za plačila, ki jih delojemalec plača delodajalcu v zvezi z zagotavljanjem določene bonitete (Romic Šircelj, 2005).

Po sedanjem zakonu o dohodnini je razlika med tržno vrednostjo delnic na dan izvršitve opcije in ceno po opcijskem načrtu obdavčena, ko je delniška opcija realizirana z nakupom delnic. Ko menedžer delnice proda, je obdavčena razlika med tržno ceno delnice ob izvršitvi opcije in prodajno ceno delnice.

Države po svetu različno obdavčujejo delniške opcije. Nekatere države Evropske unije obdavčujejo kapitalski dobiček od prodaje delnic, pridobljenih na podlagi realizacije opcijskega načrta.

Po navedbah Romac Širceljeve (2005) določene države obdavčujejo ugodnosti iz naslova delniških opcij kot boniteto oz. dohodek iz zaposlitve in/ali ustvarjeno razliko pri prodaji pridobljenih delnic s kapitalnim dobičkom. Belgija je edina država, ki praviloma obdavčuje delniške opcije ob dodelitvi, na Nizozemskem pa prvi trenutek obdavčitve za brezpogojne opcije nastopi ob dodelitvi opcije, za pogojene opcije pa ob dospelju opcije.

Mislím, da je krivec za to, da se opcijsko nagrajevanje ni uveljavilo v Sloveniji, obdavčitev tovrstnega nagrajevanja. Države, kot so npr. Velika Britanija, ZDA in Italija, omogočajo, da so ugodnosti iz naslova delniških opcij obdavčene šele ob prodaji delnic kot kapitalski dobiček. Primerjava učinkovitih davčnih stopenj držav članic Evropske unije, ZDA in Slovenije pokaže, da je davčna obremenitev delniških opcij v Sloveniji zelo visoka.

Trofenik je 16. aprila 2009 vložil v državni zbor Republike Slovenije Predlog zakona o dodatni obdavčitvi menedžerskih dohodkov v času finančne krize. Predlog se nanaša na plače poslovodstev poslovnih subjektov, ki so v večinski državni lasti in so od države prejeli poročila oziroma jamstva ali sredstva za blažitev finančne in gospodarske krize. Pri tem zakonu gre za to, da bi se neupravičeno izplačane nagrade in pomoči članom uprave vrnilo v javno blagajno. Naslednji problem je ta, da vlada nima vpogleda v prejeme poslovodstva ter je stvar odločitve poslovodstva ali izplačati nagrade menedžerjem pri zniževanju plač ali ne. Prav neetičnost ravnanja nekaterih menedžerjev je bil razlog za osnutek tega zakona. Z dodatnimi davki bi se onemogočilo pretirano nagrajevanje menedžerjev v času finančne in gospodarske krize.

Zakon, ki ga je predlagal poslanec Vili Trofenik je bil sprejet. Predlagani zakon bo reševal probleme, ki se nanašajo na nespoštovanje vladnih priporočil o višini določanja dohodkov menedžerjev v podjetjih, ki so v večinski lasti države ter dohodkov menedžerjev v podjetjih, ki so oz. bodo od države prejela sredstva. Zakon predvideva, da bodo fizične osebe, ki vodijo ali nadzorujejo pravne subjekte, ki so deležni državnih pomoči za blaženje posledic finančne in gospodarske krize zavezanci za plačilo dodatnega davka v višini 49 % od plače, v primerih, ko njihov dohodek mesečno presega 12.500 evrov, od nagrad, ki presegajo 25.000 evrov letno, od pravnin, ki presegajo 75.000 evrov ter bonitet, ki presegajo 25.000 evrov letno. Prav tako so zavezanci za dodatni davek tudi člani nadzornih organov prejemnikov državnih pomoči, in sicer za sejnine, ki presegajo 358 evrov za posamezno sejo in nagrad, če ta preseže znesek 12.500 evrov letno. Zakon bo veljal za

dohodke, izplačane med 01. januarjem 2009 in koncem leta 2010 oziroma do konca davčnega leta, ko se iztečejo poročila in ukrepi za blažitev finančne in gospodarske krize. Davek bi se od omenjene letne davčne osnove odmeril v višini 49 %, kar bi se ob 41 % obdavčitvi po predpisih o dohodnini, izšlo v 90 % obdavčitvi pretiranih menedžerskih dohodkov.

3.6 Priporočila komisije Evropske unije o nagrajevanju z delnicami in opcijami

Evropska komisija je decembra 2004 sprejela priporočila, ki naj bi pomagala oblikovati sistem plač direktorjev javnih delniških družb, to je takšnim podjetjem, ki vplivajo na gospodarski in socialni položaj države v ekonomiji zaradi velikosti in večjega števila zaposlenih v podjetju.

Priporočila so bila takšna, da bi morala vsaka javna družba razkriti podrobno poročilo o politiki nagrajevanja direktorjev do enega leta nazaj ter načrtovane spremembe v politiki nagrajevanja v bodoče. Letna poročila naj bi vsebovala informacije o prejemkih in ostalih ugodnostih ter strukturo le-teh za posameznega direktorja. Za nagrajevanje menedžerja pa naj bi bili odgovorni delničarji, ki bi to izglasovali na redni skupščini.

Evropska komisija je pozvala k znižanju prejemkov za menedžerje v bankah, ki so dobile državno pomoč, vendar je nakazala, da zakonsko ne bo omejevala nobene države članice, saj je to prepuščeno lastni presoji države članice. S priporočili je bilo pričakovati predvsem večjo stopnjo transparentnosti, ki bi vplivala od razkritja nagrajevanja do vpliva nagrajevanja na poslovne rezultate. Prav tako so priporočila ciljale tudi na skupščino samo in sicer, da bi bila bolj aktivna pri odločanju o odobritvi načrtov nagrajevanja z delnicami in opcijami.

Julija 2007 (Repovž, 2008, str. 10) je bilo objavljeno poročilo o tem, kako priporočila izvajajo po posameznih članicah Evropske unije. Za Slovenijo je bilo ugotovljeno, da se je preglednost menedžerskih prejemkov izboljšala, neuresničena je bila zahteva o obveznosti razkritja politike nagrajevanja. Na splošno pa je bila Slovenija zaradi določil kodeksa o upravljanju javnih delniških družb uvrščena med države, ki so spoštovale priporočila evropske komisije iz Bruslja. Bratina pa v omenjenem članku pravi: »Javno razkritje menedžerskih prejemkov in še zlasti seznanitev skupščine delničarjev z njimi pomeni pritisk na upravni odbor oz. nadzorni svet tudi glede same višine teh plačil. Če bi delničarji z večinskim sklepom določeno shemo nagrajevanja zavrnil, ni pričakovati, da bi upravni odbor ali nadzorni svet še naprej vodil prejšnjo plačno politiko.«

Sklep

Vloga slovenskih menedžerjev se je v zadnjih letih precej spremenila. Odgovorni so tako za uspeh kot tudi za propad podjetja. Menedžer prevzema nase odgovornost in tveganja. Nekateri menedžerji so ustrezno temu nagrajeni, velika večina menedžerjev pa je še vedno nagrajena subjektivno. Ker je njihova plača skoraj v celoti fiksna, takšen sistem nagrajevanja ne stremi k doseganju boljših poslovnih rezultatov. Uspešnost se še kar skriva za kolektivno uspešnostjo.

Mislím, da menedžerji, ki si že na začetku ne znajo postaviti realnih ciljev, v podjetju niso potrebni. Nagrada, ki bi jo menedžer lahko prejel, je po mojem mnenju najboljša tista, ki bi jo prejel na dolgi rok in bi izključno temeljila na individualni uspešnosti. Plače slabih menedžerjev bi bile v takih primerih nizke in tudi strošek plač bi bil manjši, ker bi bil strošek kratkoročnega nagrajevanja nizek.

Najbolj razširjeno dolgoročno nagrajevanje menedžerjev so prav opcije. Med vodilnimi naj bi bile opcije tisti dejavnik, ki naj bi povečal motiviranost, pripadnost in timsko delo za doseg boljših poslovnih rezultatov. Najbolj bode v oči dejstvo, da je tudi nagrajevanje menedžerjev nestimulativno. Ker sistemi nagrajevanja menedžerjev v Sloveniji še kar temeljijo na kriterijih za individualne pogodbe o zaposlitvi menedžerjev kaže, da bodo slovenski menedžerji še nekaj časa uživali v fiksnih plačah.

Opcijska nagrada ameriških vodilnih menedžerjev predstavlja približno 30% vseh dohodkov, v Sloveniji temu trendu nekako ne želimo slediti, čeprav je v obravnavanju v podjetjih. Prednost takšnega nagrajevanja je v poenotenju ciljev menedžerjev z dolgoročnimi cilji lastnikov in delničarjev ter večanja vrednosti delnic podjetja. Glavno slabost predstavlja dejstvo, da je večanje oz. padanje cene delnic lahko odraz prikrojenih rezultatov. Mislím, da za to niso krive opcije ampak nesposobni nadzorniki, ki so namesto, da bi ravnali v skladu s pravili, opcijsko nagrajevanje izkoristili ter ogromno zaslužili. Prav tako vidim problem v menedžerjih, ki si zastavljajo nerealne cilje.

Sama sem mnenja, da bi bilo nagrajevanje z opcijami zelo smiselno, vendar bi morali biti opcijski načrti premišljeno sestavljeni. Nadzor je tisti, ki manjka v večini primerov pri nagrajevanju z opcijami, neodvisni revizorji pa bi morali preveriti morebitne manipulacije.

Obdavčitev nagrajevanja z delnicami je eden izmed ključnih dejavnikov, zakaj ta oblika nagrajevanja v Sloveniji ni zaživela. V Sloveniji se za prvi trenutek obdavčitve določa trenutek, ko davčni upravičenec kupi delnice po vnaprej določeni ceni. Razlika med vnaprej vplačano določeno ceno za delnice in tržno vrednostjo delnic ob izvršitvi je obdavčena kot boniteta. Ko delnice proda, je z dohodnino obdavčena razlika med tržno vrednostjo delnice, ki je veljala na dan izvršitve opcije za nakup in prodajno ceno delnice. Za podjetja v Sloveniji je opcijsko nagrajevanje zaradi določb Zakona o davku od

dohodkov pravnih oseb, ki odhodke v zvezi z zagotavljanjem bonitet prišteva med davčno nepriznane odhodke, še vedno velik strošek. V povezavi z delniškimi opcijami se oblikujejo tudi dolgoročne rezervacije, ki jih upoštevamo kot strošek šele ob izvršitvi delniških opcij in nastanku dejanskih obveznosti.

Menim, da je opsijsko nagrajevanje zelo primerna oblika nagrajevanja menedžerjev za tista okolja, ki imajo dobro razvit in poostren nadzor nad finančnim poslovanjem, ustrezno prilagojeno davčno zakonodajo ter dovolj razvite moralne in etične vrednote. V ta namen bi bilo koristno v bodoče vlagati velike napore v izobraževanje, usposabljanje in vzgojo potencialnih vodstvenih kadrov, lastnikov in tudi zaposlenih.

Literatura in viri

1. Alkalaj, M. (2002). Somrak bogov: Česa se lahko Slovenija nauči iz ameriških bankrotov. *Mladina*. Najdeno 12. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.mladina.si/tehdnik/200232/clanek/turbo-cap/>
2. Bajuk, J. (2005). Uvajanje enotirnega upravljanja gospodarskih družb. *Delavska participacija*. Najdeno 3. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.google.si/#hl=sl&source=hp&q=bajuk+delavska+participacija+izvr%C5%A1ni+neizvr%C5%A1ni+direktorji&btnG=Iskanje+Google&meta=&aq=f&oq=bajuk+delavska+participacija+izvr%C5%A1ni+neizvr%C5%A1ni+direktorji&fp=6d2ee53a32cd3320>
3. Bajuk, J., Kostrevc, D., & Podbevšek, G. (2004). Nagrajevanje uprav in nadzornih organov. *Združenje NS*. Najdeno 12. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.zdruzenje-ns.si/zcnswweb/doc/upl/strok.publikacija---nagrajevanje-uprav-in-nadzornih-organov.pdf>
4. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (1999). *Investments* (4th ed.). Boston: McGraw-Hill.
5. Brach, A. (2003). *Real options in practice*. New Jersey, Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
6. Brezigar, S. (2005, 27. januar). Kako nagrajujete? *Finance*, str. 44.
7. Cajnko Javornik, V. (2009, 1. julij). Koliko so prejemki managerjev odvisno od uspešnosti. *Manager*, str. 48.
8. Cigan, D. (2002). *Delniške opcije kot možen instrument nagrajevanja menedžerjev po vrednosti podjetja in možnosti za njihovo uveljavljanje v Sloveniji* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
9. Cmrečnjak, D. (2002). Z opcijami proti pogubi. *Poslovni dnevnik*. Najdeno 12. junija 2009 na spletnem naslovu http://cm.dnevnik.si/tiskane_izdaje/dnevnik/33966
10. Daft, R. & Marcic, D. (2001). *Understanding management* (3rd ed.). Fort Worth: Harcourt College Publishers.
11. Dakič, J. & Debeljak, Ž. (1999). *Nagrajevanje managerjev z delniškimi opcijami*. Poprivatizacijsko obnašanje slovenskih podjetij. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
12. Damodaran, A. (2000). The Promise and Perilo of Real Options. New York: *Journal of Applied Finance*, 13 (2000) 2.
13. Fisher, J. (2002). *Fringe benefits. Business – the ultimate resource*. London: Bloomsbury.
14. Friedmann, G. (1959). *Kuda ide ljudski rad*. Beograd: Rad.
15. Gregorič, A., Slapničar, S., & Rejc, A. (2004, 18. maj). Menedžerji v trdnjavah ali na odprtem polju? *Finance*, str.8.

16. Grinblatt, M., & Tirman, S. (2002). *Financial Markets and Corporate Strategy*. Boston: McGraw-Hill Irwin.
17. Groznik, P. (2001, 2. julij). Hibe nagrajevanja z opcijami. *Finance*, str. 3.
18. Groznik, P., & Valentinčič, A. (2004, 10. januar). Delniške opcije: "hudičevo delo" ali motivacijsko orodje? *Delo–Sobotna priloga*, str. 10-11.
19. Gruban, B. (2007a, 21. december). Sistemi nagrajevanja: Zakaj denar (ne) deluje? *Finance*, str. 18.
20. Gruban, B. (2007b). Nova paradigma nagrajevanja zaposlenih - ne nagrajevati!? *Dialogos*. Najdeno 5. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.dialogos.si/slo/objave/clanki/ne-nagrajevati/>
21. Hari, I. (2006). Plače in nagrajevanje vodstev podjetij. *Človeški viri*. Najdeno 23. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.infosvet.si/index.php?option=com_content&task=view&id=369&Itemid=84
22. Herzberg, F. (1987). One more time: How do you motivate employees? *Harvard Business Review*, 65 (5), 111-124.
23. Herzberg, F. (1990). *One More Time: How do you motivate Employees? Manage people, not personnel: Motivation and Performance Appraisal*. A Harvard Business Review Book. Boston: HBS Press
24. Hodgetts, R., & Luthans, F. (2002). *International management: Culture, strategy and behavior* (4th ed.). Boston.
25. Hull, J. (2000). *Options, Futures & other derivatives* (4th ed.) Upper Saddle River, New York: Prentice-Hall.
26. Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. Chicago. *Journal of Political Economy*, 98 (2).
27. Jesenek, M. (2003). *Vodnik za preračunljivo investiranje: vse o investiranju v vrednostne papirje*. Velenje: Pozoj.
28. Jurančič, I. (1995). *Plače v gospodarstvu*. Ljubljana: Časopisni zavod uradni list RS.
29. Kanjuo Mrčela, A. (1999). *Lastniška in ekonomska demokracija*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
30. Kežar, I. (2000). Problemi menedžmenta in participacije. *Delavska participacija*. Najdeno 30. marca 2009 na spletnem naslovu <http://209.85.129.132/search?q=cache:JqUVMYr41HcJ:www.delavska-participacija.com/clanki/ID030913.doc+tri+vrste+mened%C5%BEerjev+kej%C5%BEar&cd=1&hl=sl&ct=clnk&gl=si>

31. Kerševan, E. (2000). Sistem nagrajevanja javnih uslužbencev, VII. dnevi slovenske uprave, Portorož (str. 141–145). *Zbornik referatov Ljubljana*. Ljubljana: Visoka upravna šola.
32. Konda, U. (2009, 22. junij). Direktorji prodajajo delnice. *Finance*. Najdeno 14. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/250652>
33. Kordež, B. (2002, 17. maj). Merila za nagrade iz dobička. *Finance*, str. 16.
34. Kostrevc, D. (b.l.). Smernice nagrajevanja vrhnjega menedžmenta. *Socius*. Najdeno 23. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.socius.eu/sl/Zakladnica+znanja/366/Smernice+nagrajevanja+vrhnjega+mened%C5%BEmenta>
35. Kovač, S. (2006, 13. september). Pomije za svinje. *Finance*, str. 8.
36. Krašovec, T. (2003). Kodeksi vladanja podjetjem v Evropi, Izkušnje za Slovenijo. *Združenje Manager*. Najdeno 8. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.zdruzenje-manager.si/si/publikacije-dokumenti/strokovni-clanki/publikacija-kodeksi-vladanja/>
37. Kriteriji za individualne pogodbe o zaposlitvi menedžerjev. *Uradni list RS* št. 64/97.
38. Lipičnik, B., & Mežnar, D. (1998). *Ravnanje z ljudmi pri delu*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
39. Logar, M. (2004, 7. oktober). Dileme nagrajevanja članov uprave z opcijami. *Podjetje in delo*, str. 1127.
40. Maslow, A. (1954). *Motivation & Personality*. New York: Harper & Row Publishers.
41. Medvešček, B. (2007). Delniške opcije. Ljubljana. *Bančni vestnik*, 6.
42. Milkovich, G., & Boudreau, J. (1997). *Human Resource Management*. Boston: McGraw – Hill Irwin.
43. Murphy Kevin, J. (1999). Executive Compensation. *Handbook of Labor Economics*, 3. Amsterdam: North Holland.
44. Nagrajevanje uspešnosti managementa in nadzornih svetov z udeležbo na dobičku, opsijskimi in delniškimi programi. (2000, 27. januar). *Gradivo za strokovni posvet*. Ljubljana: Združenje Manager.
45. Nosan, M. (1999, 25. julij). Status manager: Prvi v čredi na daljših nogah. *Manager*, str. 13.
46. Osteryoung, S. J. (1997). *Small firm finance: An entrepreneurial perspective*. Fort Worth: Harcourt Brace & Company.
47. P. Damijan, J. (2007, 21. marec). Kako pravna država je Slovenija. *Razgledi*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu <http://razgledi.net/blog/2007/03/21/kako-pravna-drzava-je-slovenija/>

48. Pérotin, V., & Robinson, A. (2003). *Employee Participation in Profit and Ownership. A Review of the Issues and Evidence*. Luxembourg: European Parliament, Directorate-General for Research.
49. Perridon, L., & Steiner, M. (2004). *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 13. München: Verlag Franz Vahlen.
50. Prezelj, T. (2003). Obdavčitev dohodkov iz delniških opcij. *Denar*, 13 (13), 12-15.
51. Prohaska, Z. (1999). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
52. Razočaranja in obljube (ne)denarnega nagrajevanja. (2007, december). *Dialogos*. Najdeno 5. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.dialogos.si/slo/objave/clanki/motiviranje-sodelavcev/>
53. Repovž, M. (2008, 22. februar). Z inflacijo izgubljajo tisti, ki imajo manj. *Delo*, str. 10.
54. Ribič, M. (2000, 15. december). Nagrajevanje z novo hitrostjo. *Manager*, str. 53.
55. Romac Šircelj, E. (2005, maj). Predrage delniške opcije. *Glas gospodarstva*. Najdeno 3. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.gzs.si/pripone/9996>
56. Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. Boston: McGraw-Hill Irwin.
57. Rus, A. (2003, 25. april). Dokazovanje tega, nadarjenosti in ambicij. *Finance*, str. 108.
58. Samec, N. (2004, 7. oktober). Korporacijski vidiki delniških opcij. *Podjetje in delo*, str. 1117.
59. Slapničar, S. (2003, 27. november). Pogodba, ki učinkuje. *Manager*, str. 60.
60. Snell, S., & Dean, J. (1992). Integrated manufacturing and human resource management: A human capital perspective. *Academy of Management Journal*, 35.
61. Šešok, K. (2002). *Nagrajevanje zaposlenih in menedžerjev ter davčni vidiki nagrajevanja*. Ljubljana: Gradivo s strokovnega posveta Združenje Manager.
62. Štibelj, K. (b.l.). Delničarstvo zaposlenih na Irskem. *Delavska participacija*. Najdeno 13. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.delavska-participacija.com/clanki/ID051226.doc>
63. Trbižan, J. (2005). *Računovodske informacije za nagrajevanje* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
64. Trofenik, V. (2009, 16. april). Predlog zakona o dodatni obdavčitvi dela managerskih dohodkov v času finančne in gospodarske krize. *Zbirke Državnega zbora RS - predlogi zakonov*. Najdeno 26. avgusta 2009 na spletni strani http://www2.gov.si/zak/Pre_Zak.nsf/76d6bdf2049b8f68c125661600294ca7/9867e3e7e44826efc125759b003b9bbe?OpenDocument
65. Uhan, S. (1998). Raziskave o motivaciji. *Organizacija*, 31(10), 596-601.

66. Urbanija, A. (2003, 28. julij). Delniške opcije gredo v staro šaro. *Gospodarski vestnik*, str. 31.
67. Urbanija, A. (2005, 3. januar). Variabilne nagrade. *Manager*, str. 40.
68. Urbanija, A. (2008, 10. oktober). Plače managerjev rastejo zmerno. *Manager*, str. 42.
69. Vandal, K., & Banič, S. (1997). *Borzno trgovanje s kmetijskimi pridelki*. Ljubljana: ČZD Kmečki glas.
70. Veselinovič, D. (1996). *Opcije in njihovo vrednotenje kot osnova za izvedene finančne oblike* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
71. Veselinovič, D. (1998). *Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
72. Vozel, M. (2008, 28. november). Pri menedžerskih plačah se s praksami velikih komaj spogledujemo. *Finance*, str.39.
73. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. *Uradni list RS* št. 117/2006, 96/2009.
74. Zakon o dohodnini. *Uradni list RS* št. 70/2005-UPB2, 20/2009.
75. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 42/2006, 60/2006 popr., 42/2009.
76. Zakon o udeležbi delavcev pri dobičku. *Uradni list RS* št. 25/08.
77. Zbašnik, D. (1999). *Mednarodno finančno ravnanje*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
78. Zlata nit 2008: Žirija je izbrala podjetja Formitas, Microsoft in Trimo. (2009, 6. marec). *Poslovni dnevnik*. Najdeno 17. maja 2009 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042249557
79. Zupan, N. (2000.). Kaj se lahko naučimo iz ameriških izkušenj z delavsko lastnino. *Delavska participacija*. Najdeno 14. julija 2009 na spletnem naslovu www.delavska-participacija.com/clanki/ID000603.doc
80. Zupan, N. (2001). *Nagradite uspešne*. Ljubljana: Zbirka Manager, GV založba.
81. Zupan, N. (2002). *Plače in nagrajevanje zaposlenih. Management kadrovskih virov*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
82. Zupan, N. (2006). Na krilih lastnih sposobnosti. *Moja tajnica*, 13 (2006), 5, 6-7.
83. Zupan, N. (2008). Preveč se ukvarjamo z otipljivimi stvarmi. *Manager*, 3, str. 105.
84. Zver Gabrijelčič, S. (2004). Standardizirani finančni instrumenti. Dnevi slovenskih pravnikov 2004. *Podjetje in delo*, 30, (6/7).