

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

SKUPINSKO MAGISTRSKO DELO

**FINANČNO OBNAŠANJE SLOVENSКИH
PROIZVODNIH PODJETIJ V OBDOBJU 2006–2009**

Ljubljana, september 2011

DENIS MARINŠEK
NADA SIMONETI

IZJAVA

Študenta Denis Marinšek in Nada Simoneti izjavljata, da sva avtorja tega magistrskega dela, ki sva ga napisala v soglasju s svetovalcem prof. dr. Aljošo Valentinčičem, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovoliva njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljana, dne 19. 9. 2011 Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PREGLED OBSTOJEČE LITERATURE	4
2 SLOVENSKO FINANČNO OKOLJE IN OKVIR RAZISKAVE	10
2.1 Razvoj slovenskega finančnega okolja	10
2.2 Okvir raziskave	12
2.2.1 Splošne gospodarske razmere	13
2.2.2 Struktura kapitala in investicijska aktivnost slovenskih podjetij	14
3 ANALIZA FINANČNEGA VPRAŠALNIKA	15
3.1 Reprezentativnost vzorca (primerjava karakteristik vzorca in podvzorca).....	16
3.2 Plačilna disciplina	17
3.2.1 Pogodbeni in dejanski plačilni rok.....	17
3.2.2 Popusti za zgodnje plačilo.....	20
3.2.3 Zamudne obresti.....	21
3.2.4 Poravnava obveznosti s protinabavami	23
3.3 Investicijska dejavnost.....	23
3.4 Struktura kapitala.....	28
3.5 Dividendna politika.....	31
4 ANALIZA ZAKLJUČNIH RAČUNOV	33
4.1 Obseg poslovanja.....	33
4.2 Učinek krize na poslovanje.....	34
4.3 Učinek krize na uspešnost poslovanja	35
4.4 Struktura kapitala in dolga	38
4.5 Tveganje pri refinanciranju.....	39
4.6 Finančni in poslovni dolg	40
4.6.1 Poslovni dolg.....	41
4.6.2 Finančni dolg.....	41
4.6.3 Zakaj so se podjetja zadolževala?	42
4.7 Lastniški kapital.....	46

5	REGRESIJSKA ANALIZA	47
5.1	Splošni model	47
5.1.1	Opis odvisnih spremenljivk	48
5.1.2	Opis neodvisnih spremenljivk	49
5.2	Analiza splošnega modela	55
5.2.1	Vpliv finančnih spremenljivk I: analiza osnovnega modela.....	56
5.2.2	Vpliv finančnih spremenljivk II: primerjava rezultatov osnovnega modela z modeloma ROE in ROA	56
5.2.3	Vpliv finančnih spremenljivk III: primerjava rezultatov osnovnega modela z modeloma EBIT in EBITDA marža.....	58
5.2.4	Vpliv lastniške strukture na posamezne kategorije donosnosti	59
5.2.5	Vpliv tehničnih spremenljivk na kategorije donosnosti	60
5.2.6	Rezultati analize vseh petih odvisnih spremenljivk.....	61
5.3	Model navzkrižnega vpliva finančno-gospodarske krize	63
5.3.1	Neodvisne spremenljivke.....	63
5.3.2	Rezultati modela navzkrižnega vpliva finančno-gospodarske krize.....	64
5.4	Model z odlogom.....	64
5.4.1	Neodvisne spremenljivke.....	65
5.4.2	Rezultati modela z odlogom in primerjava z osnovnim modelom	65
	SKLEP.....	67
	LITERATURA IN VIRI.....	69
	PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Primerjava median izbranih kazalnikov za vzorec in podvzorec proizvodnih podjetij za leto 2009	17
Tabela 2: T-test: Podjetja domačim kupcem zaračunavajo višje zamudne obresti kot tujim.....	22
Tabela 3: Povprečna ocena (aritmetična sredina) pomembnosti različnih metod za analizo investicijskih odločitev.....	25
Tabela 4: T-test: Tehtani povprečni strošek kapitala je nižji od stroška lastniškega kapitala.....	26
Tabela 5: Stroški financiranja.....	26
Tabela 6: Povprečna ocena (aritmetična sredina) pomembnosti modelov za izračun stroška kapitala	28
Tabela 7: Povprečni delež poslovnega dolga v prihodkih od prodaje in virih sredstev ter povprečna struktura poslovnega dolga z vidika ročnosti v %	41
Tabela 8: Povprečna pokritost poslovnih terjatev s poslovnim dolgom in neto poslovni dolg v prihodkih od prodaje	41
Tabela 9: Povprečni bruto in neto finančni dolg v %	44
Tabela 10: Učinkovitost upravljanja poslovnih terjatev in obveznosti ter zalog.....	46
Tabela 11: Povprečne vrednosti spremenljivk finančnega obnašanja glede na prevladujoči lastniški blok.....	52
Tabela 12: Vpliv spremenljivk finančnega obnašanja na profitno maržo	56
Tabela 13: Primerjava rezultatov osnovnega modela z modeloma ROE in ROA.....	58
Tabela 14: Primerjava rezultatov osnovnega modela z modeloma EBIT in EBITDA marža.....	59
Tabela 15: Vpliv lastniške strukture na kategorije donosnosti.....	60
Tabela 16: Vpliv velikosti podjetja na kategorije donosnosti	61
Tabela 17: Vpliv časa na kategorije donosnosti	61
Tabela 18: Predstavitev rezultatov regresijske analize splošnega modela za vseh pet odvisnih spremenljivk.....	62
Tabela 19: Primerjava rezultatov osnovnega modela in model z odlogom.....	66

KAZALO SLIK

Slika 1:	Naraščanje dolga podjetij v Sloveniji in EU-16 v razmerju do BDP	14
Slika 2:	Razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetij	15
Slika 3:	Pogodbeni in dejanski plačilni rok za kupce v obdobju 2008–2009	18
Slika 4:	Pogodbeni in dejanski plačilni roki dobaviteljev v obdobju 2008–2009	18
Slika 5:	Povprečno zamujanje pri plačilih kupcev proizvodnim podjetjem, zajetim v vprašalniku, in povprečno zamujanje proizvodnih podjetij pri plačilih svojim dobaviteljem v obdobju 2008–2009	19
Slika 6:	Mnenje finančnih menedžerjev o spremembi plačilne discipline njihovih kupcev in njihovih podjetij do dobaviteljev v obdobju 2008–2009	19
Slika 7:	Efektivni strošek komercialnega kreditiranja za kupce (frekvenca odgovorov).....	20
Slika 8:	Efektivni strošek komercialnega kreditiranja za proizvodna podjetja (frekvenca odgovorov).....	20
Slika 9:	Začetek zaračunavanje zamudnih obresti kupcem, ki ne plačajo v pogodbenem roku	21
Slika 10:	Višina zamudnih obresti, ki jih podjetja zaračunavajo domačim kupcem	22
Slika 11:	Začetek zaračunavanje zamudnih obresti s strani dobaviteljev pri nepravočasnem plačilu obveznosti	23
Slika 12:	Poravnava terjatev do kupcev in obveznosti do dobaviteljev s pomočjo protinabav	23
Slika 13:	Podjetja glede na mejno vrednost investicije, nad katero se zahteva natančna obravnava investicije s kvantitativnimi metodami	24
Slika 14:	Pomembnost štirih različnih meril pri vrednotenju investicij.....	24
Slika 15:	Tehtani povprečni strošek kapitala (WACC) in strošek lastniškega kapitala.....	25
Slika 16:	Viri financiranja investicij v odstotkih	27
Slika 17:	Uporaba treh izbranih metod pri ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala.....	27
Slika 18:	Ali menedžerji pri analizi dolgoročnih investicij upoštevajo njihovo tveganje.....	28
Slika 19:	Mnenje o optimalnem deležu dolga.....	29
Slika 20:	Privlačnost dolgoročnih virov financiranja	29

Slika 21: Pomembnost tehtanja koristi dolga (primer: davčni ščit) in njegovih slabosti (primer: povečanje tveganja) pri najemanju novih kreditov.....	30
Slika 22: Pomembnost sedmih načel iz področja finančnih odločitev.....	30
Slika 23: Kako bi ravnali menedžerji v primeru, če bi donosna investicija povzročila eno od treh posledic: oddaljitev od optimalne strukture kapitala, znižanje dividend ali prodajo nekaterih obstoječih sredstev.....	31
Slika 24: Optimalni delež izplačanega čistega dobička v obliki dividend.....	31
Slika 25: Zakaj si delničarji želijo dividende.....	32
Slika 26: Ali delničarji prihodek iz dividend obravnavajo na enak način kot prihodek iz obresti.....	32
Slika 27: Vpliv spremembe višine dividend na ugled uprave v očeh lastnikov.....	32
Slika 28: Velikost podjetij, opredeljena z bilančno vsoto oziroma s prihodki od prodaje (bazni indeks 2004).....	33
Slika 29: Indeks gibanja čistega dobička, EBIT in EBITDA.....	34
Slika 30: Povprečna donosnost vzorčenih proizvodnih podjetij v obdobju 2004–2009.....	35
Slika 31: Razpršenost kazalnika ROA za vzorčena proizvodna podjetja v času 2004–2009.....	36
Slika 32: Razpršenost kazalnika ROE za vzorčena proizvodna podjetja v času 2004–2009.....	36
Slika 33: Razpršenosti profitne marže za vzorčena podjetja.....	37
Slika 34: Razpršenosti kazalnika obračanja sredstev za vzorčena podjetja v obdobju 2004–2009.....	37
Slika 35: Razpršenosti kazalnika finančnega vzvoda za vzorčena podjetja v obdobju 2004–2009.....	38
Slika 36: Povprečni delež celotnega dolga v strukturi kapitala za vzorčena podjetja v obdobju 2001–2009.....	38
Slika 37: Povprečna struktura celotnega dolga z vidika ročnosti.....	39
Slika 38: Primerjava ročnosti sredstev in virov financiranja v obdobju 2001–2009.....	40
Slika 39: Pokritost dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri za vzorčena podjetja v obdobju 2001–2009.....	40
Slika 40: Povprečni delež finančnega in poslovnega dolga v vseh virih sredstev.....	40
Slika 41: Povprečna struktura finančnega dolga z vidika ročnosti.....	42
Slika 42: Celotni finančni dolg kot mnogokratnik EBITDA.....	43

Slika 43: Povprečni delež finančnih naložb in naložbenih nepremičnin v sredstvih.....	43
Slika 44: Povprečne neto investicije v opredmetena osnovna sredstva v obdobju 2006–2009	44
Slika 45: Letna sprememba deleža terjatev do kupcev in danih posojil v povprečni strukturi sredstev.....	45
Slika 46: Povprečno gibanje prihodkov, EBITDA in finančnega dolga.....	45
Slika 47: Povprečne letne odstotne spremembe prihodkov in stroškov dela.....	46
Slika 48: Gibanja sredstev, celotnega dolga, kapitala in čistega dobička.....	47
Slika 49: Razdelitev vzorčenih proizvodnih podjetij v skupine glede na vrsto prevladujočega lastniškega bloka	52
Slika 50: Povprečna struktura prihodkov vzorčenih podjetij glede na trge, na katerih so ustvarjeni	54

UVOD

S privatizacijo naj bi se slovenska podjetja približala modelu obnašanja in poslovanja, ki je značilen za razvite ekonomije z dolgo kapitalistično tradicijo. Pri tem naj bi si prizadevala za maksimiranje vrednosti delnice, vendar pa akademiki, ki so se aktivno ukvarjali z vprašanjem, kaj je glavni strateški cilj poslovanja privatiziranega slovenskega podjetja, opažajo, da obnašanje in poslovanje nista v skladu z neoklasično ekonomsko teorijo. Razdelitvena privatizacija se je za večino podjetij zaključila leta 1998 (Bohinc & Bainbridge, 2001), številni ekonomisti pa so opozarjali, da bo optimalna lastniška struktura privatiziranih podjetij, to je takšna lastniška struktura, ki bo privedla do strateškega prestrukturiranja podjetij, nastopila šele po dolgoletnem obdobju konsolidacije lastništva. V magistrskem delu bomo poskušali ugotoviti, ali v zadnjih letih obstaja konvergenca k zasledovanju ciljev, kot jih predvideva v tržnih gospodarstvih uveljavljena neoklasična ekonomska teorija. V prvi vrsti se v magistrskem delu osredotočamo na prakso poslovnih financ, kjer nas bo zanimalo finančno obnašanje vzorčenih podjetij od leta 2004 do leta 2009, in vpliv nekaterih finančnih odločitev na uspešnost poslovanja vzorčenih podjetij v obdobju 2006–2009.

Namen magistrske naloge je ugotoviti, ali so menedžerji v proučevanih podjetjih začeli slediti načelom neoklasične ekonomske teorije in ali so finančne odločitve vplivale na uspešnost poslovanja. Cilj je torej obravnava dveh vprašanj. Prvič, kje prihaja do razlik med finančno prakso slovenskih proizvodnih podjetij ter ekonomsko teorijo in možne razlage za ta odstopanja od splošno sprejete prakse v državah z daljšo kapitalistično tradicijo. Drugič, kako na dobičkonosnost in učinkovitost poslovanja v slovenskem ekonomskem okolju vplivajo različni dejavniki, kot so zadolženost, stopnja investiranja, lastništvo in podobno.

Vzorec podjetij, na katerem temelji analitični del magistrske naloge, je sestavljen iz 204 velikih slovenskih proizvodnih podjetij. Gre za vzorec, ki je bil uporabljen tudi pri nastajanju knjige *The Role of Intangible Assets in Exiting the Crisis* (Prašnikar (ur.), 2010), predstavljeni na 12. poslovni konferenci v Portorožu leta 2010. Celotna baza podatkov 204 podjetij zajema finančne podatke, zbrane s strani Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in podatke o lastniški strukturi, zbrane v okviru prispevka z naslovom *Productivity and Ownership in Slovene Firms* (Knežević Cvelbar, Koman & Prašnikar, 2010). Poleg zgoraj naštetega so bili v okviru širše raziskave Ekonomske fakultete o naložbah v otipljivi in neotipljivi kapital slovenskih proizvodnih podjetij v obdobju 2006–2009 v podjetja poslani tudi sklopi vprašalnikov, ki so zajemali različna poslovna področja. Na Ekonomsko fakulteto je bilo vrnjenih 60 od 204 poslanih vprašalnikov s področja financ, s pomočjo katerih smo še dodatno dopolnili bazo zbranih podatkov. Poleg zgoraj naštetega se v nalogi sklicujemo tudi na javno dostopne sekundarne vire podatkov, ki jih zbirajo različne inštitucije, kot so Banka Slovenije, Statistični urad Republike Slovenije,

Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj (v nadaljevanju UMAR) ipd.

V prvem poglavju magistrske naloge se bomo posvetili pregledu obstoječe literature. Ugotovitve avtorjev, ki so se ukvarjali z opredeljeno tematiko v slovenskem gospodarskem prostoru, kažejo na to, da je na razvoj domače prakse korporativnega upravljanja in poslovnih financ v preteklosti odločujoče vplivalo več dejavnikov, povezanih z dolgoletnim postopkom tranzicije. Razlog za postopni napredek oziroma premik k praksam razvitih držav gre deloma pripisati tudi postopni akumulaciji izkušenj in znanj slovenskih finančnikov in vedno pomembnejši vlogi finančne funkcije pri vodenju slovenskih podjetij. Kljub temu v praksi še vedno prihaja do odstopanj od splošnih teoretičnih konceptov, ki pa jih po skoraj dvajsetih letih kapitalistične ureditve slovenskega gospodarstva ni več možno utemeljevati z argumentoma o pomanjkanju znanja in izkušenj slovenskih finančnikov. Tako med pomembnejšimi razlogi za počasen napredek prakse poslovnih financ avtorji navajajo neustrezno finančno okolje, ki je posledica počasnega razvoja pravno-institucionalnega okolja. Poleg tega avtorji navajajo tudi nepreglednost transakcij na sivih trgih in slabo pravno varnost tako dolžniških kakor tudi lastniških vlagateljev, kjer gre posebej omeniti problematiko zaščite malih delničarjev, na katero pri nas opozarja tudi Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj – OECD (Ekonomski pregled OECD za Slovenijo, 2011). Neoptimalna lastniška struktura privatiziranih podjetij je posledica izbranega načina odprave družbene lastnine. Tej je sledilo dolgo obdobje razmeroma nepreglednega boja za obvladovanje slovenskih podjetij, kar je v ozadje postavilo nujno potrebno strateško prestrukturiranje podjetij in maksimiranje njihove tržne vrednosti (Simoneti, Rojec, Rems & Jašovič, 1999).

V drugem poglavju magistrskega dela bomo predstavili ključne trende, ki so neposredno ali posredno vplivali tako na uspešnost poslovanja kakor tudi na finančno prakso vzorčenih podjetij v opazovanem obdobju. V tem delu se bomo sklicevali predvsem na javno dostopne sekundarne vire podatkov. Znotraj opazovanega časovnega okvira nas bo zanimal razvoj gospodarstva in razvoj pravno-institucionalnega okolja. Pri pregledu ključnih razvojnih trendov domačega finančnega sistema se bomo osredotočili predvsem na bančni sektor in trg kapitala. Na osnovi ugotovitev pregleda literature predvidevamo, da dejavniki zunanjega okolja odločujoče vplivajo na uspešnost poslovanja in finančno politiko opazovanih podjetij.

Tretje poglavje je namenjeno predstavitvi analize finančnih vprašalnikov, ki so bili naslovljeni na finančnike v večjih slovenskih proizvodnih podjetjih v okviru raziskovalnega projekta z naslovom Vloga naložb v otipljivi in neotipljivi kapital v slovenskih podjetjih, ki se je izvajal na Ekonomski fakulteti v Ljubljani. Temeljne ugotovitve iz tega poglavja so predstavili Valentinčič, Marinšek, Buh in Simoneti (2010) v prispevku v knjigi, ki je nastala ob zaključku projekta (Prašnikar (ur.), 2010). Na področju likvidnosti pričakujemo poslabšanje plačilne discipline zaradi vpliva finančno-gospodarske

krize. V sklopu vprašanj, ki se nanašajo na investicijsko dejavnost podjetja, pričakujemo slabše rezultate pri podjetjih v težavah. Zanima nas tudi, ali bo moč zaslediti napredek pri rabi različnih metod za ocenjevanje investicijskih projektov, saj predhodne raziskave zaključujejo, da se pri nas podjetja pri investicijskih odločitvah zanašajo na zastarele metode, ki jih v razvitih ekonomijah ne uporabljajo več. S tehničnega vidika nas bo zanimal tudi napredek prakse ocenjevanja stroška lastniškega kapitala. Predvidevamo, da se finančniki zavedajo stroška lastniškega kapitala, vendar pa se sprašujemo, če so pri čezmernem zadolževanju ustrezno upoštevali dodatno tveganje lastnikov. Predvidevamo tudi, da so menedžerji zaradi trenutne situacije na kapitalskem trgu in močnih pritiskov lastnikov kljub zaskrbljujoči stopnji finančnega vzvoda še vedno nenaklonjeni dokapitalizaciji. Pri vprašanju temeljnega načela pri sprejemanju finančnih odločitev pričakujemo, da je maksimizacija vrednosti podjetja v Sloveniji še vedno potisnjena v ozadje.

V četrtem delu magistrske naloge je za vzorec 204 slovenskih proizvodnih podjetij predstavljen pregled ključnih finančnih kazalnikov za obdobje 2004–2009. V tem poglavju se sklicujemo na podatke iz zaključnih računov vzorčenih podjetij, podatke o investicijah v opredmetena sredstva pa je pripravila raziskovalna skupina Domadenik, Czerny, Dobnikar in Smolej (2010) v okviru zgoraj omenjenega raziskovalnega projekta. Ker je v opazovanem obdobju svetovno gospodarstvo prizadela verjetno največja finančno-gospodarska kriza do sedaj, se v tem delu magistrske naloge osredotočamo zlasti na vpliv krize na poslovanje vzorčenih podjetij. Padec povpraševanja tako na tujih kot tudi na domačem trgu je vidno zaznamoval poslovne rezultate vzorčenih podjetij, saj so v letih 2008 in 2009 beležila strm padec dobička, posledično pa tudi zmanjšanje vrednosti kazalcev ROE in ROA. Z nastopom finančno-gospodarske krize v Sloveniji (leti 2008 in 2009) se je umirila rast bilančne vsote vzorčenih podjetij, kot posledica upada poslovanja se je zmanjšal delež poslovnega dolga, delež finančnega dolga povprečnega vzorčenega podjetja pa se je še dodatno povečal. Trend agresivnega zadolževanja podjetij je viden že v obdobju ekonomske ekspanzije, zlasti problematično pa je povečevanje kratkoročnega dolga, ki pomeni večje tveganje z naslova refinanciranja podjetij.

V petem poglavju z linearno regresijsko analizo podrobneje opazujemo vpliv različnih dejavnikov (lastniška struktura, investicijska aktivnost, rast produktivnosti glede na rast plač, pokritost dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri financiranja, delež finančnih naložb v sredstvih idr.) na uspešnost poslovanja podjetij v obdobju 2004–2009. V regresijski model smo poleg časovne spremenljivke vključili tudi kontrolni spremenljivki za velikost, merjeno v višini poslovnih prihodkov, in izvozno naravnost podjetij. Pričakujemo negativno povezavo med nekaterimi lastniškimi strukturami in uspešnostjo poslovanja, zlasti v podjetjih s prevladujočim državnim ali menedžerskim lastništvom. Prav tako pričakujemo, da bodo podjetja, kjer so plače delavcev rasle hitreje od produktivnosti zaposlenih, beležila slabše poslovne rezultate. To kaže na dejstvo, da velika pogajalska moč interesne skupine zaposlenih, ki izvira bodisi iz močne sindikalne

organiziranosti ali pa je posledica velikega deleža notranjih lastnikov, negativno vpliva na dobičkonosnost podjetja.

Pri analizi nas zanima tudi vpliv zadolženosti na uspešnost vzorčenih podjetij. Predvidevamo, da večja investicijska aktivnost v opredmetena osnovna sredstva pozitivno vpliva na dobičkonosnost, neusklajenost ročnosti sredstev in obveznosti do virov sredstev zaradi povečanega tveganja refinanciranja pa negativno. Ker se podjetjem v zadnjem času očita, da se s čezmernimi investicijskimi aktivnostmi na področju finančnih naložb odmikajo od svoje osnovne dejavnosti, bomo preverili tudi vpliv deleža finančnih naložb v vseh sredstvih na dobičkonosnost poslovanja. Ker predvidevamo, da so finančne naložbe različno vplivale na dobičkonosnost podjetij v času ekspanzije in recesije, bomo za to uporabili dodaten model, ki bo to razliko dosledno upošteval.

V zadnjem delu naloge bomo združili spoznanja iz vseh treh analitičnih delov. Ob upoštevanju trendov, ki so zaznamovali realni sektor v opazovanem obdobju, in na podlagi rezultatov o tem, kaj je vplivalo na uspešnost poslovanja proizvodnih podjetij in kaj je značilno za finančno obnašanje proizvodnih podjetij danes, bomo poskušali pojasniti vzroke za odstopanje finančne politike v Sloveniji od splošno sprejetih konceptov iz temeljnih učbenikov poslovnih financ.

1 PREGLED OBSTOJEČE LITERATURE

Primerjava ugotovitev različnih raziskovalcev (Mramor, Groznik & Valentinčič, 1999; Mramor, 2000; Mramor & Valentinčič, 2001; Berk, 2003; Valentinčič, Marinšek, Buh & Simoneti, 2010; Cirman & Konič, 2000), ki so v preteklosti podrobneje analizirali finančno obnašanje in vlogo finančnih oddelkov v slovenskih podjetjih kaže, da v praksi še vedno prihaja do velikih odstopanj od splošno sprejetih konceptov, na katerih temelji teorija poslovnih financ. Kot prvotni razlog za odstopanje domače prakse poslovnih financ od splošno sprejete prakse razvitih držav avtorji navajajo neustrezno pravno-institucionalno okolje ter specifično lastniško strukturo podjetij, ki je nastala po obdobju privatizacije. Hkrati se za čas t. i. poprivatizacijskega obdobja postavlja vprašanje o zadostnem znanju finančnikov ter pomembnosti in vlogi finančne funkcije v podjetjih.

S tranzicijo sta se postopoma preoblikovala tudi vloga in pomen finančne funkcije v slovenskih podjetjih. Zaradi tega pri opazovanju problematike finančnega obnašanja slovenskih podjetij ne moremo spregledati, da je tudi za menedžment tovrsten prehod dolgotrajen in vse prej kot enostaven proces. Mramor, Groznik in Valentinčič (1999) poleg neustreznega finančnega okolja med pomembnejše razloge za počasen razvoj finančne prakse v Sloveniji uvrščajo tudi pomanjkanje finančnega znanja in neustrezno uporabo obstoječega znanja, ki ju je mogoče razložiti z razmeroma šibko vlogo finančne funkcije v podjetjih v tistem času. Vendar pa svojevrstnega finančnega obnašanja slovenskih podjetij po več kot dvajsetih letih kapitalistične ureditve ni mogoče več razlagati niti z

argumentoma o pomanjkanju znanja in izkušenj slovenskih finančnikov niti z argumentom o postranski vlogi finančne funkcije. Zlasti za velika slovenska podjetja danes praviloma velja, da so finančni direktorji tudi člani uprav oziroma upravnih odborov.

Avtorji še navajajo, da je ključna dilema poslovnih financ v privatiziranem slovenskem podjetju tudi vprašanje osnovnega cilja podjetja. V finančni praksi razvitih držav imajo finance poleg svoje osnovne funkcije zagotavljanja plačilne sposobnosti podjetja pomembno vlogo pri praktično vseh odločitvah v podjetju. Podobno je cilj poslovnih financ v podjetju opredeljen tudi v slovenskem Kodeksu poslovno-finančnih načel (Bergant, 1996). Poleg tega mora finančna funkcija tako kot vse ostale funkcije v podjetju posredno slediti tudi temeljnemu cilju podjetja. Za celovito uspešnost financ je torej nujno potrebna jasna opredelitev osnovnega cilja podjetja, ki naj ga finančnik poskuša doseči pri sprejemanju vseh finančnih odločitev v podjetju.

V ekonomskih sistemih z daljšo kapitalistično tradicijo se kot osnovni cilj podjetja pojavlja »maksimiranje vrednosti premoženja, ki so ga lastniki vložili v podjetje« (Mramor, 1998), kar je skladno tudi z neoklasično ekonomsko teorijo (Brealey & Myers, 1997; Brigham, 2004a; Brigham, 2004b). S privatizacijo in razvojem finančnega sistema naj bi se tudi slovenska podjetja približala neoklasičnemu modelu obnašanja podjetja in pri tem poskušala doseči maksimiranje vrednosti podjetja. Kljub temu akademiki, ki so se aktivno ukvarjali z vprašanjem, kaj je glavni strateški cilj poslovanja privatiziranega slovenskega podjetja, opažajo, da za poprivatizacijsko obdobje velja, da obnašanje in poslovanje še vedno nista v skladu z osnovnimi teoretičnimi koncepti. Po neoklasični teoriji finančno obnašanje podjetij razumemo v okviru določenih predpostavk, kot so opredelitev lastnika kot najpomembnejšega deležnika, opredelitev maksimizacije vrednosti delnice kot glavnega cilja podjetja, predpostavka učinkovitega trga kapitala, predpostavka možnosti izračuna povprečnega stroška kapitala idr. (Brigham, 2004a). Ugotavljamo, da je že predpostavka o učinkovitosti trga kapitala v slovenskem prostoru vprašljiva. Večina podjetij ne kotira na organiziranem trgu kapitala, dodatno se sooča še s problemom relativno slabe likvidnosti, trga za obveznice nefinančnih institucij pa praktično ni (Ljubljanska borza, 2011). Tako je financiranje slovenskih podjetij z dolgom v večji meri odvisno od domačega bančnega sektorja.

Prašnikar in Svejnar (1998) v svoji raziskavi zaključujeta, da so slovenska podjetja v obdobju 1991–1995 še vedno sledila maksimiranju plač zaposlenih. Pri analizi podatkov raziskovalnega projekta Obnašanje podjetij in finančnih institucij v obdobju prehoda (Mramor, Groznik & Valentinčič, 1999) avtorji ugotavljajo, da se pri sprejemanju finančnih odločitev maksimizacija vrednosti podjetja uvršča med najmanj pomembna načela. Podobno se v kasnejši raziskavi z naslovom Finančno obnašanje slovenskih podjetij opredeljuje tudi Mramor (2000). Zaključuje, da je finančno obnašanje slovenskih podjetij v obdobju 1994–1999 najbolje pojasnjeno z modelom delavskega podjetja, za katero je značilna prevladujoča interesna skupina zaposlenih, kar vodi h kratkoročnemu

cilju maksimiziranja plač. Tudi v delu z naslovom *When maximizing Shareholders' Wealth Is Not the Only Choice* (Mramor & Valentinčič, 2001) avtorja na podlagi vzorca 51 pomembnejših slovenskih podjetij v letu 1998 ugotavljata, da se v upravljanju povprečnega podjetja, tako kot pred privatizacijo, odražajo predvsem interesi zaposlenih. Do podobnih zaključkov sta prišla tudi Črnigoj in Mramor (2009). Z empiričnim modelom za obdobje 1999–2006 sta dokazala, da teorije, ki predpostavljajo maksimiranje vrednosti lastniškega premoženja kot osrednji cilj podjetja, ne razložijo v zadostni meri strukture kapitala razvijajočih se evropskih gospodarstev.

Med glavnimi izzivi gospodarstev v tranziciji je zagotoviti ustrezen pravno-institucionalni okvir za razvoj učinkovite prakse korporativnega upravljanja podjetij. Korporativno upravljanje zajema odnos med organom upravljanja in nadzora, delničarji ter ostalimi deležniki in zagotavlja mehanizem za doseganje temeljnih ciljev podjetja (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000). La Porta in drugi avtorji menijo, da glavni razlog za nastanek različnih sistemov korporativnega upravljanja v tržnih gospodarstvih izhaja iz različnih stopenj zaščite pravic vlagateljev (tako lastniških kot dolžniških), kjer ni pomemben samo pravni vidik zaščite, temveč predvsem institucionalna učinkovitost. Tako sta se izoblikovali dve skupini, in sicer anglosaksonsko in kontinentalno-evropsko načelo korporativnega upravljanja, ki se razlikujeta po razvitosti trga kapitala, koncentraciji lastništva in glasovalnih pravic, pravni zaščiti upnikov (lastnikov in kreditodajalcev) idr. Za prvega je značilna velika razpršenost lastništva in glasovalnih pravic ter učinkovit, predvsem pa likviden trg kapitala, medtem ko je za kontinentalno-evropski sistem upravljanja značilna večja koncentracija lastništva in glasovalnih pravic, v Nemčiji pa tudi večja vloga bank pri financiranju in upravljanju podjetij.

Koncentracija lastništva oziroma glasovalnih pravic povzroči, da je lastnik obenem tudi motiviran nadzornik. To sicer res razrešuje konflikt med lastniki podjetja in njegovim menedžmentom (angl. *Agency problem*), vendar pa praviloma negativno vpliva na razvoj trga kapitala. Ekonomisti ugotavljajo, da obstaja pozitivna povezava med večjo stopnjo pravne varnosti investitorjev (tako lastniških kot dolžniških) in učinkovitostjo pravnega sistema ter razvitostjo trga kapitala in vlogo posojil pri financiranju podjetij (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1998). Za sistem korporativnega upravljanja slovenskih podjetij po privatizaciji je značilno dvoje: slaba likvidnost na trgu kapitala in velika razpršenost lastništva, ki praviloma ne gresta skupaj (Gregorič, Prašnikar & Ribnikar, 2001). Nelikvidni trg kapitala v kombinaciji z razpršenim lastništvom ne zagotavlja učinkovitega obvladovanja podjetij. Drži tudi obratno, da neučinkovito obvladovanje podjetij v kombinaciji z neučinkovito lastniško strukturo zavira razvoj finančnega sistema (Simoneti et al., 2001).

Tudi neustrezno finančno okolje v Sloveniji je problem pri napredku prakse poslovnih financ (Mramor, Groznik & Valentinčič, 1999). Neoklasična teorija razlaga finančno obnašanje podjetij v okviru določenih predpostavk, ki veljajo za okolje, v katerem to

posluje. Po neoklasični teoriji je lastnik podjetja najpomembnejši deležnik, glavni cilj podjetja je maksimizacija vrednosti delnice, predvideva pa tudi učinkovit trg kapitala, možnost ocene povprečnega stroška kapitala idr. Takšne predpostavke odpirajo nekaj upravičenih dvomov. Večina slovenskih podjetij ne kotira na organiziranem trgu kapitala, problem pa je tudi v relativno slabi likvidnosti trga. Prav tako skorajda ni trga za obveznice nefinančnih institucij. Veliko podjetij s težavo ocenjuje svoj povprečni strošek kapitala, beležimo pa tudi druge anomalije, kot je percepcija o ničnem strošku lastniškega kapitala (Mramor, Groznik & Valentinčič, 1999). Ta je prav tako posledica tranzicije kot specifične lastniške strukture, zaradi katere je maksimizacija vrednosti podjetja kot glavni cilj potisnjena v ozadje.

Skladno s teorijo podjetja po Modiglianiju in Millerju (1958) je podjetje skupek investicijskih projektov in pripadajočih denarnih tokov, do katerih so v ustreznem deležu upravičeni dolžniški in lastniški investitorji. Teorija se ne ukvarja z vprašanjem, na kakšen način si investitorji zagotavljajo ustrezno poplačilo za svoje vložke v podjetje. Jensen in Meckling (1976) podobno opredelita podjetje kot skupek pogodbenih razmerij, vendar opozarjata, da izplačilo denarnega toka investitorjem ni samoumevno dejstvo. Hart (1995) se v okviru pogodbene teorije podjetja osredotoča na navzkrižje interesov med lastniki podjetja, menedžmentom in zaposlenimi v podjetju. Hart zaključuje, da na delitev denarnega toka odločujoče vpliva zlasti lastniška struktura oziroma razmerje moči posameznih deležnikov.

Pogodbeni vidik podjetja temelji na navzkrižju med lastniki in menedžerji, ki izvira iz asimetrije informacij. Z ločitvijo upravljanja in lastništva lastniki tvegajo, da menedžment ne bo sledil osnovnemu cilju podjetja (in lastnikov), ampak maksimalno lastno korist. Razkorak med interesi menedžmenta in interesi lastnikov predstavlja ključni problem zlasti pri razpršenem lastništvu, ki se odraža v neaktivnosti lastnikov. Cirman in Konič (2000) v svoji raziskavi potrjujeta hipotezo, da razpršeno lastništvo omogoča notranjim interesnim skupinam (menedžerjem in delavcem) prisvajanje denarnega toka v obliki plač in bonitet. Zaključujeta tudi, da je lastnost podjetij z nedejavnimi lastniki kopičenje denarnega toka v obliki kratkoročnih in strateško nepomembnih dolgoročnih finančnih naložb.

Neaktivnost zunanjih lastnikov se odraža tudi v strukturi kapitala privatiziranih podjetij, ki jih obvladujejo menedžerji, pri tem pa si prizadevajo zlasti za interese notranjih lastnikov. Za takšna podjetja je z vidika menedžerjev najugodnejši vir financiranja lastniški kapital nedejavnih zunanjih lastnikov. Tako ugotovitev, da večina menedžerjev privatiziranih podjetij govori o minimalnem ali celo o ničnem strošku lastniškega kapitala, ni presenetljiva. Vsekakor pa je na strukturo kapitala podjetij močno vplivalo tudi dejstvo, da za opazovano obdobje velja, da so se podjetja soočala z omejenim dostopom dolžniškega financiranja tako doma kakor tudi v tujini (Mramor, Groznik & Valentinčič, 1999).

Dozdajšnje ugotovitve se nanašajo na poprivatizacijsko obdobje (po letu 1998) in so predvsem posledica nedokončanega procesa privatizacije slovenskih podjetij. Razdelitvena

privatizacija se je v Sloveniji izvajala kot kombinacija notranje in zunanje privatizacije, izjemoma pa so se zlasti v nekaterih kapitalsko zahtevnejših podjetjih odločili tudi za javno prodajo delnic najširšemu krogu državljanov. Tako so se v privatizacijskem postopku izoblikovale tri skupine podjetij: podjetja, ki kotirajo na borzi, podjetja, ki ne kotirajo na borzi, večinski delež pa obvladujejo notranji lastniki, in podjetja, ki ne kotirajo na borzi, prav tako pa tudi notranji lastniki ne obvladujejo večinskega deleža.

Pri analizi poslovanja in prestrukturiranja privatiziranih podjetij Simoneti, Rojec in Rems (2000) ugotavljajo, da so podjetja s prevladujočim zunanjim lastništvom, ki so izvedla javno prodajo delnic, poslovala bolje od ostalih podjetij pred privatizacijskim postopkom, razlike v uspešnosti pa se po obdobju privatizacije še povečujejo.

Mramor (1996) v primeru zaprtih podjetij (tj. podjetij z večinskim notranjim lastništvom) piše o širšem pojmovanju dividendne politike, kjer med dividende poleg izplačila lastnikom iz čistega dobička prišteva tudi neobičajno visoka nadomestila za vodstveni prispevek podjetju. Ob tem v prispevku o primarnem trgu kapitala opozarja tudi na problematiko finančnega izčrpanja slovenskih podjetij, saj je za notranje lastnike najbolje, da vsaj na kratek rok podjetja prikazujejo čim manjši čisti dobiček, notranji lastniki pa si »dividende« izplačujejo v drugih pojavnih oblikah (kot plače, nagrade, bonitete ipd.) in si na ta način prisvajajo premoženje zunanjih lastnikov (Mramor, 1995). Prašnikar in Svejnar (1998) prevladujoče notranje lastništvo povežeta s pojavom prevelike rasti plač na račun manjše investicijske aktivnosti podjetij. Maksimizacija denarnih tokov za potrebe maksimiranja plač, kar je posledica obvladovanja podjetij s strani notranjih lastnikov, se na kratek rok odraža tudi v metodah ocenjevanja investicijskih projektov, kjer prevladuje predvsem merilo dobe povračila sredstev (Mramor, Groznik & Valentinčič, 1999). Tovrstna investicijska politika podjetij v tržnih razmerah ogroža konkurenčnost in dolgoročni obstoj podjetja.

Kljub temu da v domači stroki ni popolnega soglasja o značilnih lastniških strukturah, ki naj bi se izoblikovale s privatizacijskim postopkom in o tem, kakšna naj bo optimalna lastniška struktura slovenskih podjetij po konsolidaciji, pa so avtorji enotni, da sta lastniška stabilnost in konsolidacija nujni za napredek z vidika strateškega upravljanja slovenskih podjetij in njihovega prestrukturiranja.

Mramor (1996) v poprivatizacijskem obdobju izpostavlja predvsem problem slovenskega malega delničarja, ki je to postal zaradi izbranega načina privatiziranja družbene lastnine, za katerega praviloma velja, da so naložbe v delnice preveč tvegane in nerazpršena naložba. Država naj čim hitreje izstopi iz lastniške strukture podjetij, pri svojem izstopu pa naj spodbuja nastanek učinkovitega zasebnega lastništva (Böhm, 1999). Iz lastniške strukture naj izstopijo tudi PID-i, saj s pritiskom na izplačevanje dividend v podjetjih zavirajo strateško prestrukturiranje podjetij (Prašnikar, 2000). Vstop strateških lastnikov in dolžniških investitorjev bi zagotovil nujno potrebno zunanje financiranje, kar bi omogočilo hitrejše strateško prestrukturiranje podjetij (Simoneti, Rojec, Rems & Jašovič, 1999).

Simoneti, Rojec in Rems (2000) tudi empirično dokazujejo, da podjetja s tujimi lastniki v primerjavi z ostalimi podjetji poslujejo uspešneje.

Prašnikar in Gregorič (1999) zagovarjata zmanjševanje vpliva zaposlenih na korporativno upravljanje podjetja in večanje lastniškega deleža menedžmenta preko odkupa delnic in nagrajevanja. Strateško prestrukturiranje podjetij bi pospešilo variabilno nagrajevanje menedžmenta v obliki delnic, to pa bi izboljšalo poslovanja podjetja na dolgi rok (Cirman, Ferligoj, Prašnikar & Valentinčič, 1999).

Z vidika ekonomske učinkovitosti je zaželena predvsem čim hitrejša konsolidacija lastništva, z vidika pravičnosti redistribucije lastništva pa je pomembna zlasti preglednost. Zaradi preglednosti trgovanja na organiziranem trgu kapitala se je že takoj po privatizaciji število delničarjev intenzivno zmanjševalo predvsem v javnih delniških družbah. Delnice v javnih družbah so intenzivno prodajali tudi zaposleni delavci (Simoneti & Gregorič, 2004).

Če se je do leta 1999 delež notranjih lastnikov v javnih družbah zmanjševal, pa se je v nejavnih podjetjih delež notranjih lastnikov povečeval (+10,22 %). V slednjih je tako še vedno potekal boj za pridobitev večinskega deleža med notranjimi in zunanjimi lastniki (Simoneti & Gregorič, 2004). Šele po letu 1999 so začeli iz lastniških struktur podjetij intenzivneje izstopati mali delničarji (predvsem nekdanji in sedanji zaposleni). Ti so delnice družb, ki ne kotirajo na organiziranem trgu kapitala, na nepreglednih notranjih in sivih trgih, prodajali zlasti menedžerjem, ti pa so se povezovali v finančnih holdingih.

Slaba preglednost transakcij je obdobje konsolidacije zaznamovala s številnimi nepreglednimi menedžerskimi prevzemi podjetij. Prednost pred izdajo novih vrednostnih papirjev na organiziranem trgu kapitala so v času konsolidacije imela predvsem bančna posojila. Povečevanju kapitala podjetij so nasprotovali predvsem lastniki, ki so to postali z razdelitveno privatizacijo. Zanje je značilna finančna nezmožnost za dokapitalizacijo in želja po ohranitvi kontrole (Simoneti & Jamnik, 2000).

Dolgo in nepregledno obdobje konsolidacije je privedlo do oblikovanja večjih lastniških blokov. Zunanji lastniki so postali predvsem institucionalni vlagatelji (Bohinc & Bainbridge, 2001). V večini večjih slovenskih podjetij lahko mednje poleg finančnih holdingov – ti so nastali s preoblikovanjem PID-ov – uvrščamo tudi še vedno močno prisotno neposredno in posredno (preko KAD-a in SOD-a) državno lastništvo. To je posledica nedokončanega postopka privatizacije, za kar se kot izgovor še vedno uporablja argument nacionalnega interesa. Po drugi strani pa se je notranje lastništvo kopičilo v rokah menedžmenta, ki se je krepil predvsem na račun izstopa delavcev iz lastniške strukture podjetij, ki ne kotirajo na organiziranem trgu kapitala (Simoneti & Jamnik, 2000).

Zanimivo je, da so bili menedžerji pred razdelitveno privatizacijo zagovorniki notranjega lastništva s prevladujočim delavskim lastništvom, obdobje konsolidacije pa je prineslo razpad koalicije notranjih lastnikov (Simoneti et al., 2003). Če smo obvladovanje podjetij s

strani notranjih lastnikov povezovali s prisvajanjem denarnega toka na račun plač, pa se pri menedžerskem lastništvu odpira vprašanje bremenitve denarnega toka iz poslovanja z naslova poplačila svojih obveznosti. Vprašanje je, kako nepregleden način pridobivanja lastniških deležev menedžmenta vpliva na poslovanje podjetij, saj so prevzete družbe, ki so v večinski lasti menedžerjev, praviloma tudi visoko zadolžene. Literatura problem, ko veliki delničarji pričakujejo pozitivne zasebne koristi, ki jih ne delijo z ostalimi v podjetju, imenuje izkoriščanje zasebnih koristi kontrole (angl. *Private benefits of control*) (Holderness, 2003). V obdobju krize se je to v primeru nekaterih znanih zgodb o prevzemu odražalo tudi v iracionalno visokem izplačevanju dividend, in to kljub resni finančni stiski teh podjetij.

Navedeno stanje v lastniških strukturah je dokaz, da sta praksa korporativnega upravljanja in finančno obnašanje slovenskih podjetij posledica anomalij, ki so tako ali drugače povezane s počasno privatizacijo slovenskega gospodarstva. Domnevamo, da se to odraža v počasnem razvoju finančnega okolja, slabi finančni disciplini podjetij in v neučinkovitem upravljanju, v nadaljevanju pa bomo to tezo skušali podkrepiti z analizo zbranih podatkov.

2 SLOVENSKO FINANČNO OKOLJE IN OKVIR RAZISKAVE

2.1 Razvoj slovenskega finančnega okolja

V zadnjih dveh desetletjih je Slovenija doživela nekaj velikih sprememb, ki so odločujoče vplivale na razvoj njenega gospodarstva. Osamosvojitve Slovenije leta 1991 je bil začetek prehoda iz regionalne v nacionalno ekonomijo, predstavlja pa tudi začetek postopka tranzicije iz socializma v tržno ekonomijo. Razdelitvena privatizacija je pomenila začetek razvoja domačega trga kapitala. V času tranzicije sta bila v ospredju dva strateška cilja, in sicer makroekonomska stabilizacija in liberalizacija ter strukturna in institucionalna reforma države (Mrak, Rojec, & Silva-Jáuregui, 2004). Z ustanovitvijo slovenske centralne banke Banke Slovenija in uvedbo lastne valute tolar je Slovenija leta 1991 vzpostavila neodvisni monetarni sistem. Leta 2001 je bila Slovenija pred novo prelomnico, saj je zaradi priključitve evropski monetarni uniji začela pospešeno prilagajati svojo monetarno politiko. Kot neodvisna samostojna država je Slovenija zaprosila za članstvo v Evropski uniji (v nadaljevanju EU) in maja leta 2004 tudi postala njena polnopravna članica. Januarja 2007 je po več letih prilagajanja uvedla še skupno evropsko valuto evro. Vpetost v evropski gospodarski prostor je pospešila trgovino, pretok dela in kapitala. V pregledu literature smo ugotovili, da takšne korenite spremembe zahtevajo prilagajanje podjetij novim okoliščinam. To je praviloma dolgotrajen in zapleten proces, ki se odraža tako v finančni politiki kot uspešnosti podjetij.

Začetki slovenskega bančništva z ustanovitvijo prve banke (Ljubljanska banka) segajo v leto 1900. V 20. letih so slovenske banke igrale pomembno vlogo pri ekonomskem razcvetu regije, preživele krizo v 30. letih in neprekinjeno poslovale tudi v obdobju druge

svetovne vojne. Z nastopom zgodnjih socialističnih reform je bilo delovanje bank sicer prekinjeno, a je bilo leta 1965 njihovo delovanje ponovno vzpostavljeno v obliki ponudnikov finančnih storitev samoupravljanim podjetjem. Šele v 80. letih so banke ponovno začele pridobivati status profitnih finančnih institucij (Mrak, Rojec & Silva-Jáuregui, 2004).

V začetku 90. let je bančništvo pri nas močno prizadela osamosvojitve, saj je prehod na tržno ureditev gospodarstva sprožil tranzicijsko depresijo, ta pa je povzročila oslabitev terjatev do številnih, zaradi hitre izgube tržišča prizadetih domačih podjetij. Rehabilitacija večjih slovenskih bank je predstavljala enega izmed pomembnejših elementov procesa prestrukturiranja domačega finančnega sistema (Mrak, Rojec & Silva-Jáuregui, 2004).

Čeprav začetki razvoja domačega bančnega sektorja res segajo daleč v zgodovino, pa to ne velja za druge finančne posrednike in agentske finančne institucije trga kapitala. Njihov razvoj se je začel šele z odpravo družbene lastnine (Ribnikar, Mramor & Hartman, 2001). V literaturi se kot glavna prednost razdelitvene privatizacije pojavlja argument, da omogoča hiter prenos lastništva in oživljanje trga kapitala (Lipton & Sachs, 1990). V Sloveniji se je pet let trajajoč postopek razdelitvene privatizacije zaključil leta 1998. Temu je sledilo dolgotrajno obdobje prestrukturiranja na mikroravni. Sekundarno privatizacijo naj bi usmerjal predvsem trg kapitala. Optimalna lastniška struktura, ki je predpogoj za začetek strateškega prestrukturiranja podjetij, naj bi odražala zlasti finančne interese vlagateljev (Frydman, Gray, Hessel & Rapaczynski, 1997), kljub temu pa empirična analiza učinka sekundarne privatizacije razkriva, da je do leta 1999 v strukturi slovenskih podjetij sicer možno zaznati postopno koncentracijo lastništva, vendar pa ta nima pozitivnega učinka na poslovanje podjetij in njihovo strateško prestrukturiranje, ki je v večini primerov defenzivno (Simoneti et al., 2001).

Problematično dejstvo domačega trga vrednostnih papirjev v obdobju po končani razdelitveni privatizaciji je, da je sekundarna privatizacija služila zlasti konsolidaciji lastništva, ne pa tudi dodatnemu financiranju podjetij. Zaradi želje novih lastnikov razdelitvene privatizacije po obvladovanju podjetij in njihove hkratne finančne nezmožnosti za dokapitalizacijo privatiziranih podjetij do izdaj novih delnic v obdobju lastniške konsolidacije praviloma ni prihajalo. Izjemoma so se izdaje novih delnic pojavljale z namenom financiranja prevzemov z zamenjavo delnic, zato so na primarnem trgu nastopali predvsem kratkoročni vrednostni papirji Republike Slovenije, Centralne banke in nekaterih večjih domačih bank (Simoneti, Oplotnik & Jamnik, 2001).

Zaradi togih pravil o koncentraciji, asimetričnosti obdavčitve obresti in dividend ter omejitev za tuje portfeljske naložbe so se transakcije na kapitalnem trgu v največji meri odvijale na sivih trgih. Posledično je Ljubljanska borza izgubljala zaupanje vlagateljev, menedžerji podjetij, uvrščenih na borzo, pa so prednostno uporabljali predvsem dolžniške vire financiranja (Simoneti et al., 2001).

Vloga bank v Sloveniji pri finančnem posredništvu še vedno ostaja najpomembnejša. Na njihovo ključno vlogo v prihodnosti stavita tudi Mramor in Jašovič (2004), ki v svojem prispevku o razvoju slovenskega finančnega trga napovedujeta premik proti sistemom, ki so se uveljavili v Nemčiji, Avstriji in Švici. Za te države je značilno, da trg kapitala igra le stransko vlogo, v celotnem finančnem sistemu pa imajo glavno vlogo zlasti banke. V razvojnem poročilu o finančnem sektorju pa avtorji opozarjajo, da kljub številnim izboljšavam, ki so posledica aktivne sanacije bank, domače banke še vedno pesti mednarodna nekonkurenčnost (Mrak, Košak & Košak, 2001). To potrjujeta primerjava podatkov o obsegu poslovanja na zaposlenega in raznovrstnost storitev domačih ter tujih bank.

Iz dokumentacije strateškega sveta za gospodarski razvoj je razvidno, da na področju slovenskega bančništva ostajajo naslednja ključna vprašanja: zagotavljanje ustrezne ravni konkurenčnosti, zagotavljanje neodvisnih regulatorjev in iskanje možnosti za privatizacijo bančnega sektorja po zgledu zahodnoevropskih držav (Košak, 2007). Tudi kapitalski trg potrebuje nekaj sprememb, in sicer so nujno potrebna naslednja prizadevanja: zagotavljanje minimizacije obsega trgovanja na sivih trgih, povečanje preglednosti trgovanja, učinkovit pregon trgovanja z vrednostnimi papirji na podlagi notranjih informacij in zagotavljanje spodbude pri odločitvi podjetij za kotacijo na organiziranem trgu ter javno izdajo novih vrednostnih papirjev (Groznik, 2007). Avtor poleg tega izpostavlja tudi diskriminatorno davčno obravnavo prihodkov iz kapitala.

Pregled razvoja slovenskega finančnega okolja, ki ga je pripravil Mednarodni denarni sklad (v nadaljevanju IMF) (Andritzky, 2007), kot prvo razvojno možnost izpostavlja mednarodno vključevanje slovenskega kapitalskega trga. Majhna slovenska ekonomija kljub pospešeni gospodarski rasti brez tujih investitorjev ne more izkoriščati vseh prednosti, značilnih za velike zrele kapitalske trge po svetu. Že naslednje leto smo Dunajski borzi uspeli prodati večinski delež Ljubljanske borze, ki skupaj s KDD-jem predstavlja osrednjo infrastrukturo domačega trga kapitala. To je z vidika mednarodne integracije zagotovo korak naprej. Po mnenju nekaterih avtorjev (Simoneti et al., 2010) se Ljubljanski borzi v skupini CEESEG (Dunaj, Praga, Budimpešta) odpirajo nove razvojne priložnosti, kot so povečanje mednarodne prepoznavnosti, primerljivosti trga, povečanje prisotnosti mednarodnih vlagateljev in članov, izboljšanje likvidnosti domačega trga, uvajanje novih tehnoloških rešitev in sodelovanje v povezanem evropskem regionalnem trgu.

2.2 Okvir raziskave

Namen tega poglavja je predstaviti osnovne trende v slovenskem gospodarstvu, ki so zaznamovali opazovano obdobje. Obdobje, na katero se nanaša raziskava (2006–2009), so zaznamovale ekstremne gospodarske spremembe. V zadnjih letih pred finančno-gospodarsko krizo smo v Sloveniji beležili ekspanzivno gospodarsko rast, ki je celo

prehitevala rast nekaterih razvitejših držav, a že v letu 2008 je bilo mogoče čutiti posledice verjetno največje svetovne gospodarske krize doslej.

2.2.1 Splošne gospodarske razmere

Vse od 1993 do 2008 smo v Sloveniji uživali dolgo obdobje gospodarske rasti. Razvitost Slovenije se je vztrajno približevala povprečni razvitosti EU, saj je v letu 2008 proizvod na prebivalca po kupni moči dosegal že 91 % povprečja EU-27 (Eurostat, 2010a).

Ekspanzivna gospodarska rast je pripeljala do povečanega povpraševanja po bančnih posojilih, pri tem pa so najpomembnejšo vlogo imele domače banke. Zaradi nizke rasti bančnih vlog, ki so posledica nizkih pasivnih obrestnih mer, so domače banke kreditno rast financirale predvsem s tujimi viri (Banka Slovenije, 2008). Posledično je v obdobju od 2005–2008 občutno padla pokritost posojil nebančnemu sektorju z depozitnimi vlogami z začetnih 99 % na 62 %. Močno povečanje domačega povpraševanja po kreditih je v obdobju pospešene gospodarske rasti vodilo v zadolževanje slovenskih bank na tujem. Povečanje odvisnosti domačih bank od financiranja v tujini je povečalo občutljivost slovenskega bančnega sistema na razmere na mednarodnem finančnem trgu. Domače banke so se zato že v tretjem četrtletju leta 2007 soočale z oteženim dostopom do tujih virov financiranja. To se je odrazilo v zmanjšanem obsegu, še posebej pa v krajši ročnosti posojil, najetih v tujini. Negotovost na evropskem denarnem trgu v drugi polovici leta 2007 je bila posledica začetka ameriške finančne krize, ki je izbruhnila na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil (Banka Slovenije, 2007; Banka Slovenije, 2008).

Ko so se v letu 2007 v ZDA začeli pojavljati prvi znaki pregretosti gospodarstva, smo na slovenskem trgu kapitala beležili še ekstremno rast. Borzni indeks SBITOP je porasel za kar 78 %, na Ljubljanski borzi so beležili izredno visoko tržno kapitalizacijo (19.740 milijonov EUR), v primerjavi z letom 2006 pa se je za kar 123,5 % povečal tudi tržni promet (Statistična poročila, 2008). Banka Slovenije (2007) je opozarjala na nevdržnost rasti tečajev na domačem trgu kapitala (vrednost multiplikatorja čistega dobička – kazalnika P/E – za SBI20 je znašala 34,6) in izpostavljala naraščajoče tveganje iz naslova negativne korekcije tečajev.

Z nastopom globalne finančne krize v letu 2008 je prišlo do borznega zloma tudi na slovenskem trgu kapitala, ki je bil zaradi pregretosti in precenjenosti domačega trga bistveno izrazitejši kot na drugih trgih. Osnovni borzni indeks je izgubil skoraj 70 % vrednosti, ki jo je dosegal pred finančno krizo (Ljubljanska borza, 2011).

Finančni krizi je sledila gospodarska. Čeprav smo pod vplivom svetovne gospodarske krize že v letu 2008 opazili konec svetovne ekspanzivne rasti gospodarstva, smo v Sloveniji šele v letu 2009 beležili negativno rast bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) (Eurostat, 2010b). Pretežno izvozno slovensko gospodarstvo je močno prizadel upad svetovnih trgovinskih tokov. Prav zaradi visoke izvozne odvisnosti in tudi nekaterih strukturnih slabosti slovenskega gospodarstva smo v Sloveniji v letu 2009 beležili kar

15,6-odstotni padec izvoza (UMAR, 2010). Kreditni krč na mednarodnem trgu kapitala je v letu 2009 negativno vplival na dostopnost virov financiranja, kar je znižalo investicijsko dejavnost za 21,6 %, zlasti pri investicijah v stroje in opremo ter investicijah v gradbeništvu (UMAR, 2010). Zaradi upada investicijske (zaradi močnega investicijskega cikla v preteklih letih) in izvozne aktivnosti je v letu 2009 slovenski BDP beležil nadpovprečni padec (-8,1 %), skoraj dvakrat večji od povprečja EU-27 (-4,2 %) (Eurostat, 2010b). Z gospodarsko krizo v letu 2009 se je z vidika BDP na prebivalca po kupni moči razkorak med povprečjem EU-27 in Slovenijo ponovno povečal (za 2 odstotni točki).

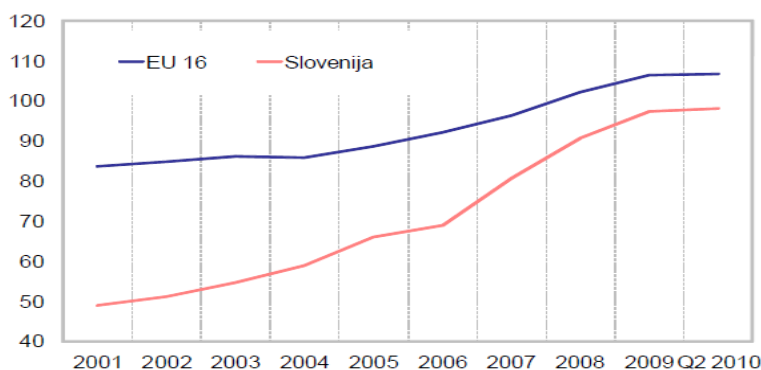
Kljub temu da so se že v letu 2009 začele izboljševati razmere na delniških trgih velikih razvijajočih se držav (BRIC), ki so jim vsaj do določene mere sledili tudi nekateri razviti trgi, pa v Sloveniji vse do prvih mesecev 2010 znakov okrevanja trga kapitala še vedno ni bilo mogoče zaznati.

V letu 2010 je bila ena ključnih problematik še vedno visoka odvisnost Slovenije od neto tujega financiranja, saj so se neto finančne obveznosti do tujine v letu 2010 povečale na 37 % BDP. Investicijska stopnja je ostala tretjino nižja kot v letih 2007 in 2008, delež investicij v BDP pa je ostal na ravni narodnogospodarske stopnje varčevanja 23 %. Prav nizka investicijska dejavnost naj bi bila tista, ki je znatno upočasnjevala ponovno gospodarsko oživljanje (Banka Slovenije, 2010b).

2.2.2 Struktura kapitala in investicijska aktivnost slovenskih podjetij

Po podatkih Banke Slovenije se je v letu 2007 ekspanzivna gospodarska rast odrazila v povečanem povpraševanju po bančnih posojilih, ta pa so se stekala v povečano investicijsko dejavnost podjetij, financiranje lastniške konsolidacije in prevzemne aktivnosti, kjer so izpostavljeni zlasti MBO-ji in financiranje podjetij v državah nekdanje Jugoslavije. Čeprav se je postopno zadolževanje podjetij začelo že s privatizacijo, pa Slika 1 kaže na to, da so tudi v času ekspanzije slovenska podjetja pospešeno izkoriščala dolžniške vire financiranja in se v povprečju zadolževala hitreje kot podjetja v državah EU-16.

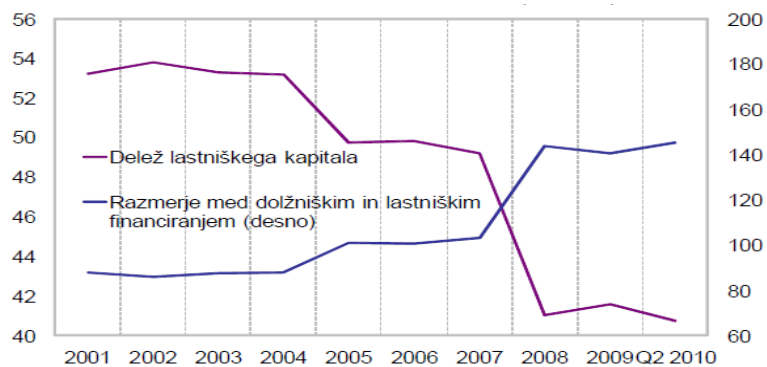
Slika 1: Naraščanje dolga podjetij v Sloveniji in EU-16 v razmerju do BDP



Vir: Banka Slovenije, *Stabilnost slovenskega bančnega sistema*, 2010.

Struktura kapitala slovenskih podjetij se s postopnim zadolževanjem vztrajno približuje razmerju med lastniškim in dolžniškim kapitalom, kakršnega lahko zasledimo v najrazvitejših tržnih ekonomijah (Slika 2).

Slika 2: Razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetij



Vir: Banka Slovenije, *Stabilnost slovenskega bančnega sistema, 2010*.

Zadolženost slovenskega realnega sektorja v letu 2009 je dosegla zaskrbljujočo visoko raven. Dolg realnega sektorja je v letu 2009 znašal 89,2 % BDP. Kapital v strukturi virov financiranja je predstavljal le še 42 %, kar je 6 odstotnih točk manj kot v evroobmočju. Kazalnik razmerja med dolgom in kapitalom je po podatkih Banke Slovenije v letu 2009 znašal 147 %, v evroobmočju pa 105 % (Bank of Slovenia, 2010). Vse navedeno potrjuje, da so bila slovenska podjetja nevarno prezadolžena. Tvegana struktura kapitala pa ni bila le posledica dodatnega zadolževanja, ampak tudi odraz zmanjševanja vrednosti lastniškega kapitala na račun izgub in odpisov vrednosti. Zlasti odpisi nasedlih investicij so kljub počasni oživitvi domačega gospodarstva kvarili uspešnost poslovanja podjetij tudi v letu 2010.

Dogajanje v slovenskem bančnem sistemu v letu 2010 so zaznamovala predvsem finančna tveganja, nestabilno okrevanje domačega gospodarstva in negotove razmere na evropskih finančnih trgih. Relativno višja stopnja zadolženosti slovenskih podjetij leta 2010 v primerjavi z evroobmočjem je glavni razlog za intenzivnejše zaostrovanje kreditnih standardov, zaradi česar se je gospodarstvo z negativno stopnjo rasti posojil nefinančnim podjetjem soočalo še v oktobru 2010 (Bank of Slovenia, 2010).

3 ANALIZA FINANČNEGA VPRAŠALNIKA

V okviru raziskave z naslovom Vloga naložb v otipljivi in neotipljivi kapital v slovenskih podjetjih, ki smo jo na Ekonomski fakulteti v Ljubljani pripravili za 12. poslovno konferenco v Portorožu, smo v 204 večja slovenska proizvodna podjetja naslovili sklop vprašalnikov, ki razkrivajo različne vidike poslovanja podjetij. V tej magistrski nalogi bo predstavljena analiza finančnega vprašalnika, ki je bil naslovljen na finančne menedžerje v izbranih podjetjih. Za analizo smo uporabili 60 vrnjenih vprašalnikov, ki so bili razdeljeni

v pet sklopov. V nadaljevanju se bodo predstavljene srednje vrednosti nanašale na mediano, razen v primerih, ko bo posebej navedeno, da je predstavljena aritmetična sredina ali pa najpogostejša vrednost oz. modus.

Prvi sklop vprašalnika se ukvarja s plačilno disciplino podjetij, njihovimi kupci in dobavitelji. Podjetja smo poleg vprašanja o pogodbenih in dejanskih plačilnih rokih spraševali tudi po morebitnih spremembah plačilne discipline z nastopom finančno-gospodarske krize. Zanimala nas je praksa zaračunavanja zamudnih obresti (na podlagi pridobljenih podatkov bomo izračunali povprečen strošek komercialnega kreditiranja) in praksa poravnanja obveznosti s protinabavami.

V drugem sklopu vprašalnika smo menedžerje spraševali po praksi investicijskih aktivnosti podjetja. Zanimalo nas je, pri katerem znesku podjetja pripravijo kvantitativno analizo investicije, s kakšnimi metodološkimi pristopi ocenjujejo povprečni strošek celotnega in lastniškega kapitala in ali pri analizi investicij upoštevajo tudi njihova tveganja. Iz vprašalnika smo ugotovili tudi, kolikšna je ocena stroškov različnih virov financiranja.

Vprašanja tretjega sklopa so se nanašala na strukturo kapitala. Spraševali smo o privlačnosti različnih dolgoročnih virov financiranja, oceni primerne stopnje zadolženosti podjetja in o stopnji upoštevanja prednosti in slabosti večje zadolženosti. Menedžerje smo spraševali tudi o pomembnosti različnih ciljev, ki jim je podjetje sledilo pri sprejemanju finančnih odločitev.

V zadnjem sklopu smo se zanimali za dividendno politiko podjetij. Menedžerji so ocenjevali optimalni delež izplačanega dobička v obliki dividend in se opredelili do vprašanja, kako delničarji dojemajo dividende in kako njihova sprememba vpliva na ugled uprave podjetja.

Rezultate analize vprašalnika smo tudi primerjali z ugotovitvami avtorjev, ki so v preteklosti že proučevali finančno obnašanje slovenskih podjetij. Pričakujemo, da bo v praksi poslovnih financ vzorčenih podjetij mogoče opaziti približevanje k uveljavljenim praksam poslovnih financ razvitih držav.

3.1 Reprezentativnost vzorca (primerjava karakteristik vzorca in podvzorca)

Finančne ankete je od skupno 204 podjetij vrnilo 60 podjetij, ki tvorijo podvzorec za nadaljnjo analizo. Ta se od celotnega vzorca 204 podjetij bistveno ne razlikuje, saj so vrednosti kazalcev med seboj podobne (Tabela 1), zaradi česar lahko predpostavimo, da podvzorec dobro predstavlja celoten vzorec.

Tabela 1: Primerjava median izbranih kazalnikov za vzorec in podvzorec proizvodnih podjetij za leto 2009

	Podvzorec 60 podjetij	Vzorec 204 podjetij
Delež lastniškega kapitala v financiranju	0,45	0,45
Delež dolgoročnih obveznosti	0,61	0,61
Delež stalnih sredstev	0,53	0,54
Delež finančnih naložb v sredstvih	0,08	0,07
Koeficient obračanja terjatev	4,07	4,17
Koeficient obračanja sredstev	0,90	0,89
ROA v %	0,98	0,65
ROE v %	2,00	1,75
Celotna sredstva v €	36.282.076,00	31.187.760,00

Vir: Prirejeno po GVIN-u.

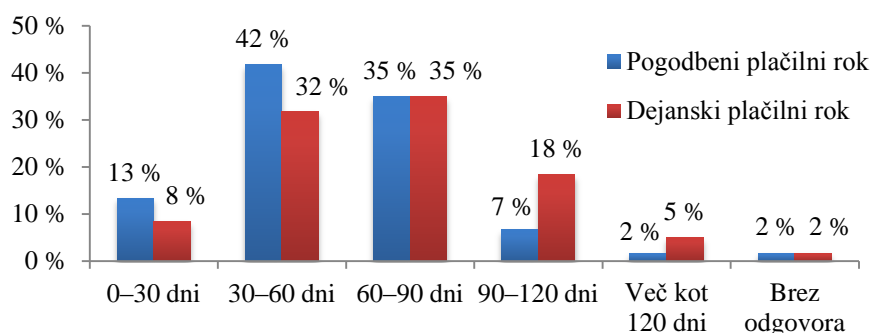
V vzorcu in podvzorcju je mediana deleža lastniškega kapitala v financiranju za leto 2009 znašala 45 %, mediana deleža dolgoročnih obveznosti pa 61 %. Mediana deleža stalnih sredstev za vzorec vseh podjetij je v letu 2009 znašala 54 %, za podvzorec pa 53 %. Podobno majhno razliko opazimo tudi pri medianah deleža finančnih naložb v sredstvih, ki sta znašala v letu 2009 7 % pri podjetjih v vzorcu in 8 % pri podjetjih v podvzorcju. Mediane obeh koeficientov, obračanja terjatev in obračanja sredstev, prav tako kažejo na primerljivo stanje tako v podjetjih, vključenih v vzorec (koeficienta znašata 4,17 in 0,89), kot v podjetjih, vključenih v podvzorec (4,07 in 0,90). Iz median kazalnikov ROA in ROE je mogoče zaključiti, da so bila podjetja vključena v podvzorec rahlo uspešnejša (kazalnik ROA znaša 0,98 %, ROE pa 2,00 %) v primerjavi s podjetji, zajetimi v celoten vzorec (ROA znaša 0,65 %, ROE pa 1,75 %). Tudi celotna sredstva kažejo na nekaj razlik med vzorcem in podvzorcem – podjetja, ki so vrnila vprašalnik in so vključena v podvzorec, so nekoliko večja od podjetij v celotnem vzorcju (mediana celotnih sredstev je za dobrih pet milijonov evrov višja).

3.2 Plačilna disciplina

3.2.1 Pogodbeni in dejanski plačilni rok

Vzorčena proizvodna podjetja pri poslovanju s svojimi kupci navajajo zelo različne plačilne pogoje. Plačilni roki, v katerih morajo kupci poravnati svoje obveznosti, se gibljejo v razponu od 15 do 285 dni (Slika 3). Mediana pogodbenega plačilnega roka znaša 57 dni, najpogosteje pa se pojavlja plačilni rok 45 dni (modus). V primerjavi s pogodbenimi plačilnimi roki so dejanski nekoliko daljši (mediana znaša 68 dni).

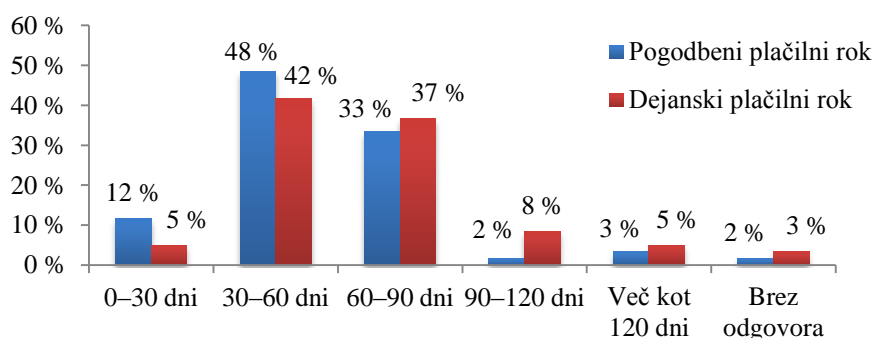
Slika 3: Pogodbeni in dejanski plačilni rok za kupce v obdobju 2008–2009



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Slika 4 prikazuje odgovore glede plačilnih pogojev, ki jih pri dobavi materiala in storitev postavljajo njihovi dobavitelji. Mediana dejanskega plačilnega roka v primeru poravnavanja obveznosti do dobaviteljev nekoliko presega mediano pogodbeno določenega plačilnega roka, vendar je ta razlika v primerjavi z zamujanjem kupcev manjša. Mediana pogodbenega roka znaša 60 dni, mediana dejanskega plačilnega roka pa je tri dni daljša.

Slika 4: Pogodbeni in dejanski plačilni roki dobaviteljev v obdobju 2008–2009

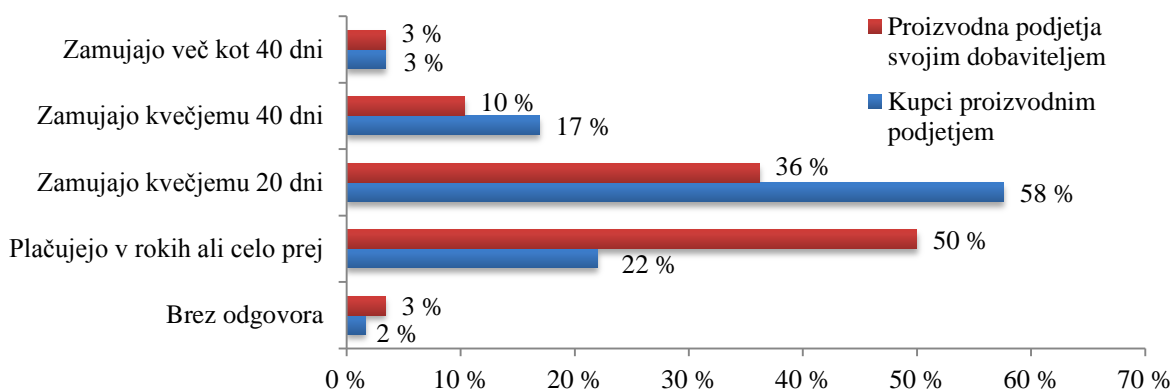


Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Slika 5 v nadaljevanju prikazuje razliko med povprečnim pogodbenim in povprečnim dejanskim plačilnim rokom, v katerem kupci poravnajo svoje obveznosti do podjetij in v katerem podjetja poravnajo svoje obveznosti do dobaviteljev. V povprečju podjetja poročajo, da kupci zamujajo slabih 10 dni. Opažamo, da je plačilna nedisciplina pogost problem, saj le 22 % podjetij navaja, da kupci poravnajo vse svoje obveznosti v predvidenem plačilnem roku.

Na drugi strani skoraj polovica podjetij navaja, da svojim dobaviteljem plačuje v predpisanem roku ali celo prej. Ostali plačujejo z manjšo zamudo, pri dveh podjetjih pa je zamujanje daljše (več kot 40 dni).

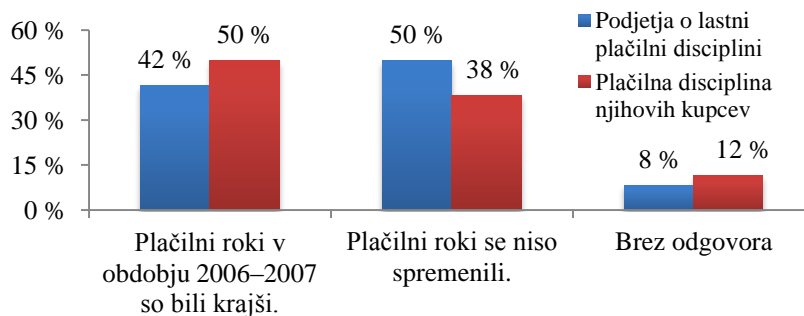
Slika 5: Povprečno zamujanje pri plačilih kupcev proizvodnim podjetjem, zajetim v vprašalniku, in povprečno zamujanje proizvodnih podjetij pri plačilih svojim dobaviteljem v obdobju 2008–2009



Vir: Prirrejeno po Vprašalniku.

Polovica menedžerjev ugotavlja, da se je v obdobju 2008–2009 plačilna disciplina kupcev poslabšala, 38,3 % podjetij pa spremembe pri plačilni disciplini svojih kupcev v obdobju gospodarsko-finančne krize ne opaža. Kar zadeva lastno plačilno disciplino, se menedžerji odzivajo zelo različno. 50 % jih navaja, da finančno-gospodarskega kriza ni vplivala na plačilno disciplino podjetja, 42 % pa jih priznava, da so v obdobju 2008–2009 zamujali s plačevanjem bolj kot v obdobju 2006–2007 (Slika 6).

Slika 6: Mnenje finančnih menedžerjev o spremembi plačilne discipline njihovih kupcev in njihovih podjetij do dobaviteljev v obdobju 2008–2009



Vir: Prirrejeno po Vprašalniku.

Plačilna nedisciplina je v Sloveniji problematična že dalj časa. Študija, ki analizira plačilno disciplino v Sloveniji (Prašnikar, Pahor & Cirman, 2004), kaže, da v primerjavi z ostalimi državami EU v Sloveniji beležimo najdaljše povprečne pogodbene plačilne roke. Študija še ugotavlja, da podjetja v povprečju s plačili obveznosti zamujajo 21 dni, kar nas znotraj EU uvršča med države z najslabšo plačilno disciplino. Finančno-gospodarska kriza je plačilno disciplino še poslabšala, kar je negativno vplivalo na likvidnost opazovanih podjetij.

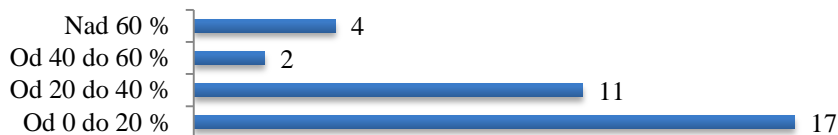
3.2.2 Popusti za zgodnje plačilo

Nekatera podjetja za zagotavljanje lastne plačilne sposobnosti in večje učinkovitosti rabe sredstev (minimizacija obratnega kapitala) v primeru zgodnjega plačila svojim kupcem ponujajo popuste. 34 podjetij (od skupno 60, ki tvorijo podvzorec) je vrnilo popolne podatke o odobrenem popustu, ki ga kupec lahko izkoristi pri zgodnejšem plačilu. V povprečju je višina popusta znašala 2,5 % (mediana 2,4 % in modus 2,0 %), prejmejo pa ga v primeru plačila v 18 dneh (mediana 15 dni in modus 30 dni). S pomočjo enačbe (1) smo za vsako podjetje izračunali letni efektivni strošek komercialnega kredita, ki pove, kolikšen popust podjetja nudijo svojim kupcem na letni ravni v zameno za zgodnejše plačilo (Brigham, 2004a).

$$\text{Efektivni str. kom. kred.} = \left(1 + \frac{\text{popust \%}}{100 - \text{popust \%}}\right)^{\left(\frac{365}{\text{dnevi vezave terjatev do kupcev} - \text{doba popusta}}\right)} - 1 \quad (1)$$

Izračunane vrednosti se gibljejo na intervalu med 6,30 % in 248,38 %¹, aritmetično povprečje znaša 36,1 %, mediana pa 19,72 % (Slika 7).

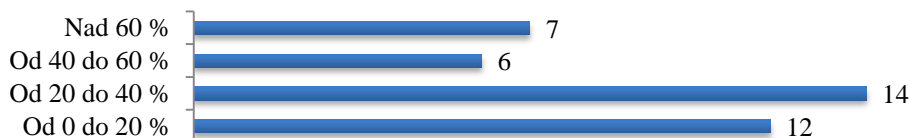
Slika 7: Efektivni strošek komercialnega kreditiranja za kupce (frekvenca odgovorov)



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Na enak način si zagotavljajo likvidnost tudi dobavitelji. 39 podjetij je vrnilo popolne podatke o odobrenem popustu, ki ga prejmejo s strani svojih dobaviteljev v primeru zgodnejšega plačila. V povprečju je višina popusta znašala 3,0 % (mediana 3,0 % in modus 2,0 %), prejmejo pa ga v primeru plačila v 17 dneh (mediana 15 dni in modus 30 dni). Povprečni letni efektivni strošek komercialnega kreditiranja proizvodnih podjetij s strani dobaviteljev se giblje na intervalu med 7 % in 109,8 %, aritmetična sredina znaša 37,1 %, mediana pa 27,7 % (Slika 8).

Slika 8: Efektivni strošek komercialnega kreditiranja za proizvodna podjetja (frekvenca odgovorov)



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

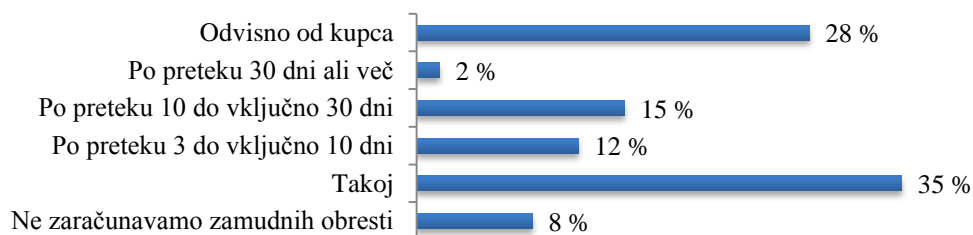
¹ Gre za podjetje v dejavnosti litja jekla z vrednostjo sredstev 72 milijonov €, vrednostjo letnih prihodkov v višini 38 milijonov €, 326 zaposlenimi in visoko izvozno naravnostjo.

Iz rezultatov je mogoče zaključiti, da bi proizvodna podjetja morala izkoristiti popuste, ki jih nudijo njihovi dobavitelji, saj je letni efektivni strošek komercialnega kredita veliko večji kot obrestne mere bančnih posojil. Če je mogoče, bi podjetja morala najemati posojila od bank, saj bi na ta način zaslužila razliko, ki nastane med letnim efektivnim stroškom komercialnega kredita in letno efektivno obrestno mero za posojilo, ki bi ga najeli. Tudi visok letni efektivni popust (mediana 19,72 %), ki ga proizvodna podjetja nudijo svojim kupcem, kaže na to, da se podjetja soočajo z likvidnostnimi težavami, saj so pripravljena za zgodnejše plačilo ponuditi relativno ugodne plačilne pogoje.

3.2.3 Zamudne obresti

Slika 9 prikazuje čas po preteku pogodbenega plačilnega roka, ko podjetja, vključena v analizo, začnejo svojim kupcem zaračunavati zamudne obresti. Pet podjetij (od 60) navaja, da zamudnih obresti ne zaračunava, največ (35 %) pa jih zamudne obresti začne zaračunavati prvi dan zapadlosti plačila. Pomemben je še odgovor »Odvisno od kupca«, ki ga navaja kar 28,3 % podjetij, kar pomeni, da nekatera podjetja različno obravnavajo različne kupce.

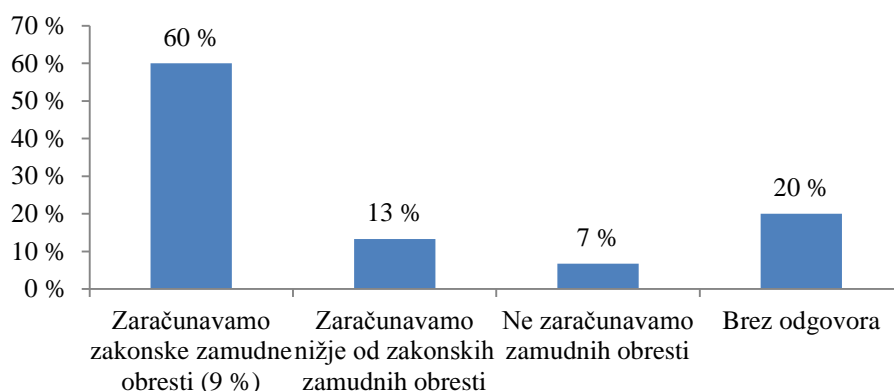
Slika 9: Začetek zaračunavanja zamudnih obresti kupcem, ki ne plačajo v pogodbenem roku



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Večina podjetij (60 %) zaračunava obresti v višini 9 %, kar je bila v letu 2010 tudi z zakonom določena najvišja zamudna obrestna mera (Temeljna in zamudna obrestna mera, 2011). Slika 10 prikazuje višine obresti, ki jih podjetja zaračunavajo domačim kupcem.

Slika 10: Višina zamudnih obresti, ki jih podjetja zaračunavajo domačim kupcem



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Opažamo, da so zamudne obresti, zaračunane tujim kupcem, v povprečju nižje od obresti, zaračunane domačim kupcem. 39 podjetij je podalo popoln odgovor o višini zamudnih obresti tako za domače kot za tuje kupce. Povprečji sta znašali 7,7 % za domače in 6,2 % za tuje kupce. S pomočjo t-testa smo želeli ugotoviti, ali obstaja statistična razlika v višini zaračunanih zamudnih obresti med tujimi in domačimi kupci. Na podlagi rezultatov enostranskega testa razlike dveh aritmetičnih sredin za neodvisna vzorca (Tabela 2) pri točni stopnji značilnosti $P = 0,8 \%$ zaključujemo, da so bile domačim kupcem zaračunane višje zamudne obresti kot tujim.

Tabela 2: T-test: Podjetja domačim kupcem zaračunavajo višje zamudne obresti kot tujim

$H_0: \mu_1 \leq \mu_2$ $H_1: \mu_1 > \mu_2$						
	Par	n	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Stand. napaka	
Podatki	1 ¹	39	0,07700	0,028106	0,004501	
	2 ²	39	0,06179	0,041793	0,006692	
Razlika						
	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Stand. napaka	t	m	P (2-stranski)
Par	0,015205	0,037551	0,006013	2,529	38	0,016

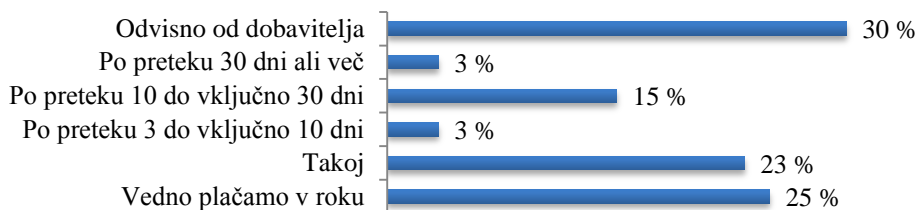
¹Domači kupci

²Tuji kupci

Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Zamudne obresti za neplačilo podjetjem zaračunavajo tudi dobavitelji. Slika 11 prikazuje čas po preteku pogodbenega plačilnega roka, ko dobavitelji začnejo zaračunavati zamudne obresti. 15 podjetij (25 % vseh odgovorov) je navedlo, da svoje obveznosti do dobaviteljev poravnajo v predvidenem roku. Med ostalimi podjetji, ki ne plačujejo v roku, je 14 takšnih (23 % vseh odgovorov), ki jim dobavitelji začnejo zaračunavati obresti prvi dan po zapadlosti plačila, 30 % podjetij pa pravi, da se praksa zaračunavanja obresti razlikuje od dobavitelja do dobavitelja.

Slika 11: Začetek zaračunavanje zamudnih obresti s strani dobaviteljev pri nepravočasnem plačilu obveznosti

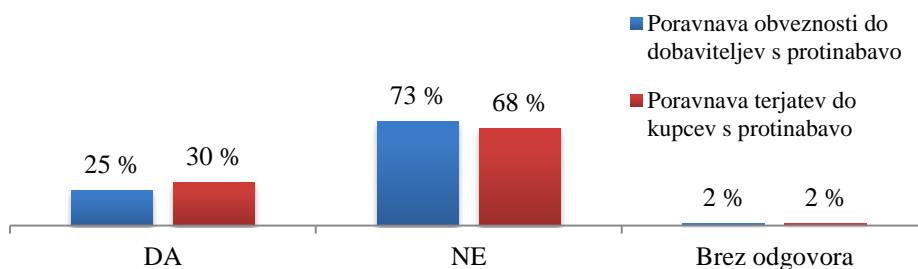


Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

3.2.4 Poravnava obveznosti s protinabavami

Pri poravnavi terjatev do kupcev protinabave izkoristi 30 % podjetij, pri poravnavi obveznosti do dobaviteljev pa 25 % (Slika 12).

Slika 12: Poravnava terjatev do kupcev in obveznosti do dobaviteljev s pomočjo protinabav



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

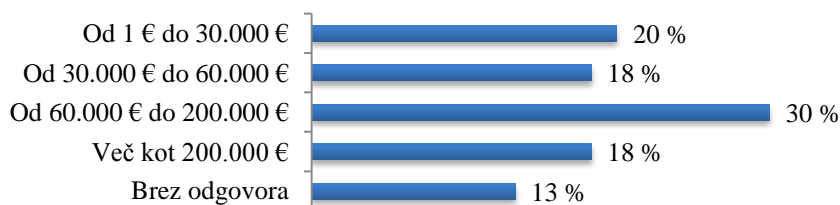
Mediana odstotka terjatev do kupcev, ki se poravnajo s protinabavo, znaša 8 %, delež pa se sicer giblje na intervalu od 1 % do 25 % vseh terjatev do kupcev. Na drugi strani je mediana odstotka poravnave obveznosti s protinabavo teh podjetij 7,5 %, delež pa se giblje na intervalu od 1 % do 30 % vseh obveznosti do dobaviteljev. Ugotavljamo še, da je delež protinabav pri poravnavanju terjatev do kupcev in pri poravnavanju obveznosti do dobaviteljev višji pri poslovanju z domačimi podjetji kot pri poslovanju s tujimi podjetji (pri domačih kupcih 10,6 %; pri tujih kupcih 3,5 %; pri domačih dobaviteljih 12,5 %; pri tujih dobaviteljih 3,0 %). Večina finančnih menedžerjev (več kot 80 % v obeh primerih) poroča, da se praksa rabe protinabav pri poravnavanju terjatev in obveznosti v obdobju 2008–2009 v primerjavi s predhodnim obdobjem ni spremenila.

3.3 Investicijska dejavnost

Odgovori podjetij se glede zahtevane višine investicije, ki je pogoj za formalno kvantitativno analizo, razlikujejo. Vredno je omeniti dva ekstremna primera. Eno podjetje kvantitativno obravnava investicije že v višini 50 €, pri dveh pa je zahtevana meja pet milijonov evrov. Mediana analiziranih podjetij znaša 100.000 €. Slika 13 prikazuje

porazdelitev podjetij glede na mejno vrednost investicije, nad katero se zahteva kvantitativna analiza investicije.

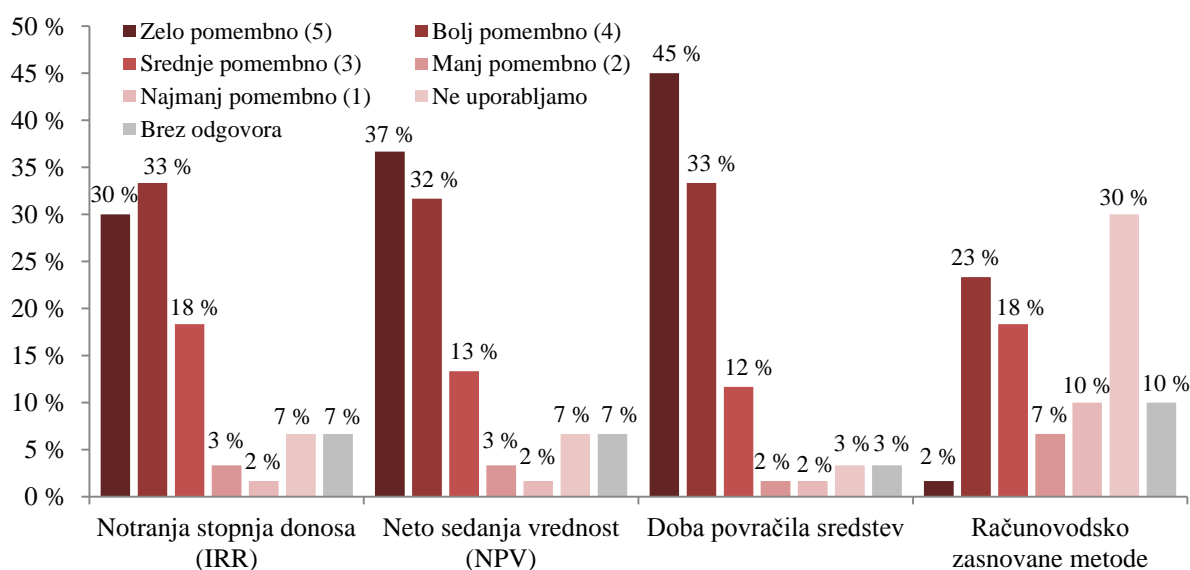
Slika 13: Podjetja glede na mejno vrednost investicije, nad katero se zahteva natančna obravnava investicije s kvantitativnimi metodami



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Slika 14 prikazuje štiri različne kvantitativne metode za vrednotenje investicij: notranjo stopnjo donosa, neto sedanjo vrednost, dobo povračila sredstev in računovodsko zasnovane metode. Za vsako izmed njih so menedžerji finančnih oddelkov ocenili, kako pomembna je v njihovem podjetju vloga posamezne metode na lestvici od ena do pet, kjer ena pomeni, da metoda ni pomembna, pet pa, da je zelo pomembna.

Slika 14: Pomembnost štirih različnih meril pri vrednotenju investicij



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Iz frekvenčnih porazdelitev lahko izračunamo povprečne ocene za vse štiri metode (Tabela 3). Na podlagi povprečnih ocen ugotavljamo, da v povprečju podjetja kot najpomembnejšo metodo ocenjujejo dobo povračila sredstev, sledi neto sedanja vrednost in notranja stopnja donosa. Računovodsko zasnovane metode so po pomembnosti daleč na zadnjem mestu.

Tabela 3: Povprečna ocena (aritmetična sredina) pomembnosti različnih metod za analizo investicijskih odločitev

Metoda	Povprečna ocena
Doba povračila sredstev	4,12
Neto sedanja vrednost	3,84
Notranja stopnja donosa	3,71
Računovodsko zasnovane metode	2,00

Vir: Prirrejeno po Vprašalniku.

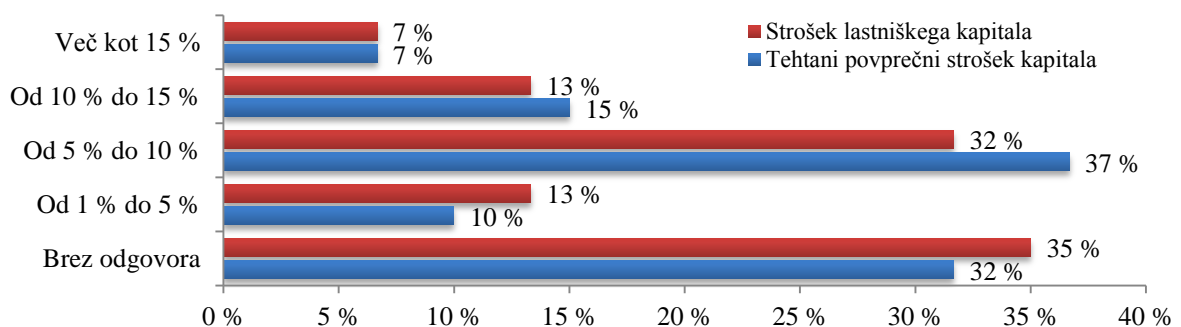
Popularnost metode dobe povračila sredstev je v praksi močno povezana s prizadevanjem menedžmenta k maksimiranju kratkoročnih poslovnih rezultatov, saj nižja doba povračila sredstev pomeni večjo likvidnost projekta in večje oziroma hitrejše denarne tokove v bližnji prihodnosti (Brigham, 2004b). Medtem pa analitiki prav problematiko kratkoročne usmerjenosti menedžerjev uvrščajo med najpomembnejše dejavnike, »krive« za finančno-gospodarsko krizo (Stroh, 2009; Zalm, 2009; Buchanan, 2009).

Če rezultate primerjamo s podobno študijo starejšega datuma (Mramor, Groznik, & Valentinčič, 1999), lahko zaključimo, da pri praksi ocenjevanja investicijskih projektov ne opažamo večjih sprememb, kar je z vidika konkurenčnosti in dolgoročnega obstoja podjetja zaskrbljujoče.

Menedžerje smo vprašali tudi, ali pri vrednotenju investicijskih denarnih tokov uporabljajo stalne cene. 87 % jih je odgovorilo pritrdilno. To je način, skladen z Brighamom (2004b), ki pravi, da je upoštevanje inflacije kritično pomembno pri vrednotenju investicijskih denarnih tokov.

Mediana ocen tehtanega povprečnega stroška kapitala (v nadaljevanju WACC) znaša 10,22 %. Ocenjene vrednosti 60 podjetij se precej razlikujejo (interval od 3 % do 30 %). Vprašali smo jih tudi, kakšna je njihova ocena o strošku lastniškega kapitala. Mediana podanih ocen znaša 10,72 %, vrednosti pa se nahajajo na intervalu med 2 % in 70 % (Slika 15).

Slika 15: Tehtani povprečni strošek kapitala (WACC) in strošek lastniškega kapitala



Vir: Prirrejeno po Vprašalniku.

Tehtani povprečni strošek kapitala je v primeru, ko podjetje poleg lastniškega kapitala uporablja tudi dolžniške vire financiranja, značilno manjši od stroška lastniškega kapitala (Brigham, 2004b). Lastniški vložki so namreč bolj tvegani od dolžniških, zato lastniki podjetij zahtevajo v primerjavi s kreditodajalci tudi višje donose. Kljub temu da tehtani povprečni strošek kapitala poleg stroška lastniškega kapitala vključuje tudi strošek relativno cenejšega dolga, pa na podlagi t-testa razlik dveh aritmetičnih sredin za odvisna vzorca (Tabela 4) ne moremo zaključiti, da je na primeru opazovanih podjetij lastniški kapital dražji od dolžniškega.

Tabela 4: T-test: Tehtani povprečni strošek kapitala je nižji od stroška lastniškega kapitala

$H_0: \mu_1 \geq \mu_2$ $H_1: \mu_1 < \mu_2$					
	Skupina	n	Aritmetična sredina	Stand. odklon	Stand. napaka
Podatki	1 ¹	41	10,22	5,26006	0,82158
	2 ²	39	10,72	10,73165	1,71844
Levenov test enakosti varianc			T-test za enakost aritmetičnih sredin		
	F	P	t	m	P (2-stranski)
Varianci sta enaki	1,138	0,289	-0,262	78,000	0,794
Varianci sta različni			-0,258	54,645	0,797

¹ Tehtani povprečni strošek kapitala

² Strošek lastniškega kapitala

Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Sprašujemo se, ali so rezultati posledica dejstva, da imajo menedžerji težave z razlikovanjem med obema tehničnima terminoma. Tabela 5 prikazuje ocenjene stroške pri različnih vrstah financiranja, iz katere lahko nazorno opazimo razliko med povprečnim ocenjenim stroškom lastniškega in dolžinskega kapitala. Ker je bila za določene kombinacije (predvsem zunanji lastniški kapital) velikost vzorca relativno majhna, obstaja možnost, da podatki niso povsem zanesljivi. Kljub temu lahko razmeroma zanesljivo ocenimo povprečen strošek kratkoročnega in dolgoročnega dolžniškega financiranja vzorčenih podjetij.

Tabela 5: Stroški financiranja

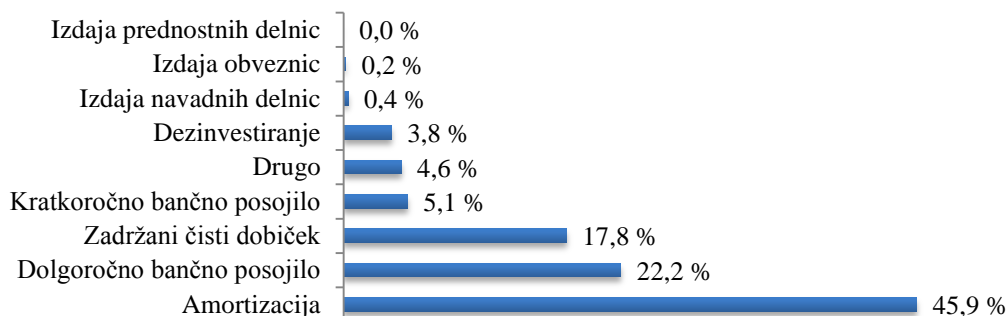
	Euribor + %	Fiksno %
Kratkoročno posojilo	3,10	5,60
Dolgoročno posojilo	2,73	4,45
Notranji lastniški kapital	9,75	7,50
Zunanji lastniški kapital	12,00	14,25

Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Za 55 podjetij smo pridobili podatke o financiranju novih investicij. Za vsako izmed postavk smo izračunali tehtano povprečje in pridobili oceno, kako se je financirala povprečna nova investicija. Razvidno je, da je bil najpomembnejši vir financiranja

amortizacija, sledila pa sta ji dolgoročno bančno posojilo in zadržani čisti dobiček. Opazimo tudi, da do izdaj navadnih delnic in obveznic praktično ni prihajalo (Slika 16).

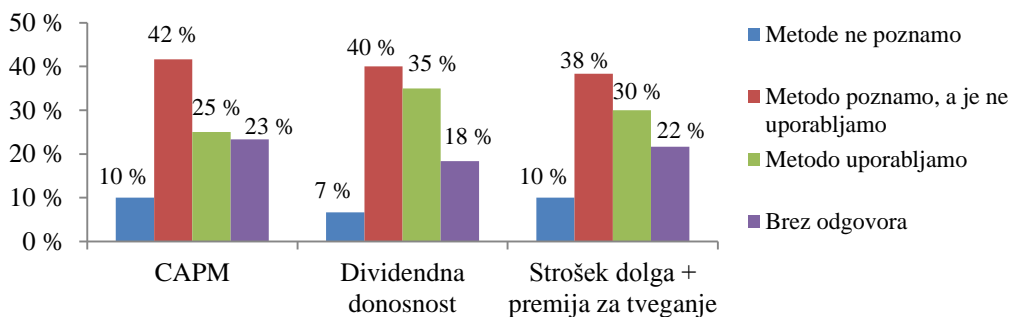
Slika 16: Viri financiranja investicij v odstotkih



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Zanimalo nas je, ali v podjetjih uporabljajo katero izmed treh najpomembnejših metod za ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala. Finančni menedžerji so se opredelili do tega, ali določeno metodo poznajo ali ne. Če jo poznajo, so razkrili še, ali jo uporabljajo. Iz naslednje slike (Slika 17) je razvidno, da je najbolj poznana in uporabljena metoda dividendne donosnosti. Pozna jo 75 % vseh vprašanih menedžerjev, uporablja pa jo 35 % vseh, ki so odgovorili na vprašalnik. Model CAPM (angl. *Capital Assets Pricing Model*) je pri vzorčenih podjetjih sicer dobro poznan, vendar pa se v praksi ne uporablja pogosto.

Slika 17: Uporaba treh izbranih metod pri ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Menedžerje, ki so odgovorili, da omenjene metode poznajo, smo vprašali tudi, kako pomembna se jim zdi posamezna metoda. Metode so ocenjevali na lestvici od ena do pet, kjer ena predstavlja najmanj pomembno metodo, pet pa zelo pomembno. Zanimivo je, da modela CAPM menedžerji za ocenjevanje stroška lastniškega kapitala ne uporabljajo pogosto, a je po mnenju tistih, ki metodo uporabljajo, ta model daleč najpomembnejša metoda za ocenjevanje stroška lastniškega kapitala.

Tabela 6: Povprečna ocena (aritmetična sredina) pomembnosti modelov za izračun stroška kapitala

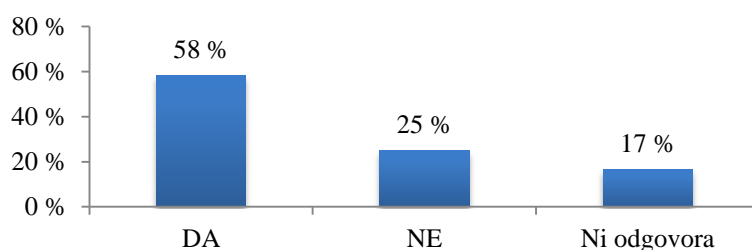
Metoda	Povprečna ocena
CAPM	4,40
Dividendna donosnost	3,95
Stroški dolga + premija za tveganje	3,53

Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Model CAPM se med slovenskimi finančniki v praksi najverjetneje ni prijel zaradi težavnosti ocenjevanja nekaterih parametrov. Natančna ocena vrednosti bete je za slovenska podjetja lahko zelo težavna. Prvi problem je, da le peščica podjetij kotira na organiziranem trgu kapitala. Drugi, ključni problem pa je v nelikvidnosti domačega relativno majhnega trga, saj je uporaba vrednosti bete iz tujih trgov razmeroma slab in potencialno tudi zavajajoč približek.

Večina menedžerjev pri odločitvah o dolgoročnih investicijah sicer res upošteva njihovo tveganje, a je kljub temu mogoče zaznati relativno velik delež menedžerjev (25 %), ki menijo, da v njihovih podjetjih tveganj pri investicijskih odločitvah ne upoštevajo (Slika 18).

Slika 18: Ali menedžerji pri analizi dolgoročnih investicij upoštevajo njihovo tveganje

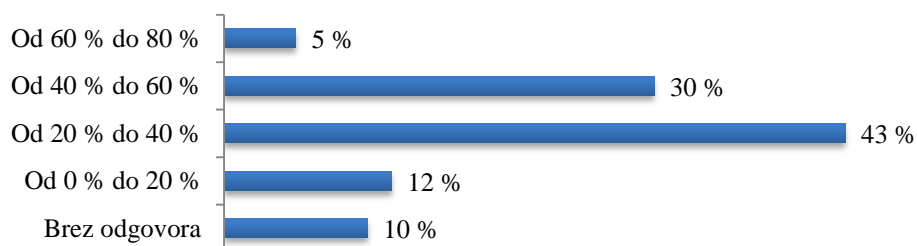


Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

3.4 Struktura kapitala

Finančni menedžerji vzorčenih proizvodnih podjetij različno ocenjujejo optimalni delež dolga. Dva med njimi menita, da je najbolje, če podjetje posluje brez dolga, najvišja stopnja dolga, ki so jo navedli, pa je znašala 70 % vseh virov sredstev (Slika 19). Porazdelitev odgovorov je simetrična, saj so vse tri srednje vrednosti (aritmetična sredina, mediana in modus) enake 40 %. Primerjava ocene finančnih menedžerjev (40 %) z dejansko stopnjo zadolženosti vzorčenih proizvodnih podjetij v letu 2009 (55 %) (glej Tabela 1) pokaže, da je po mnenju finančnih menedžerjev povprečno podjetje, zajeto v vzorec, prezadolženo.

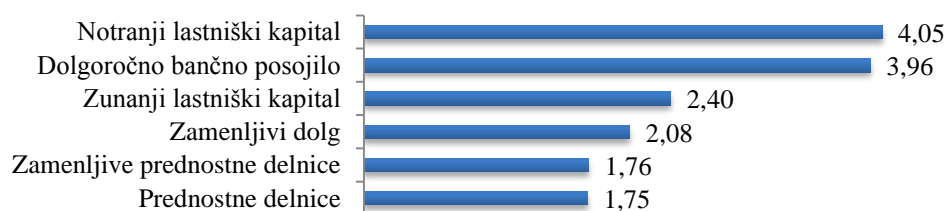
Slika 19: Mnenje o optimalnem deležu dolga



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Nadalje smo menedžerje prosili, da na lestvici od ena do pet (najmanj do najbolj privlačno) ocenijo privlačnost posameznih vrst financiranja. Ugotavljamo, da podjetja v povprečju kot najprivlačnejši vir poleg zadržanih dobičkov navajajo še dolgoročna bančna posojila (Slika 20). Prednostne delnice so najmanj zaželeno. Izdaja prednostnih delnic kakor tudi zamenljivih finančnih instrumentov je na slovenskem trgu kapitala še zmeraj redkost (Ljubljanska borza, 2011).

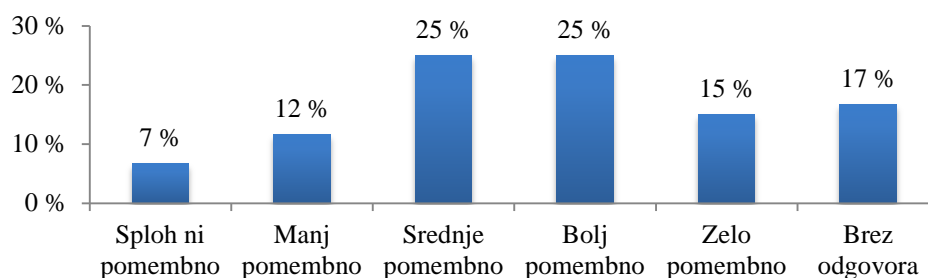
Slika 20: Privlačnost dolgoročnih virov financiranja



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Zanimivo je tudi, da zunanji lastniški kapital ostaja razmeroma neprivlačen vir dolgoročnega financiranja, kljub temu da več kot polovica menedžerjev meni, da je tehtanje koristi in slabosti dolga pri njegovem najemanju vsaj srednje pomembno (Slika 21). V primerjavi s predhodnimi študijami podjetja sicer navajajo realnejšo oceno stroška lastniškega kapitala, vendar se glede na stopnjo tveganosti financiranja (delež dolga v financiranju podjetij je razmeroma visok) zdi, da se podjetja ne zavedajo dejstva, da dodatno zadolževanje draži vse vire financiranja, tudi zahtevano donosnost lastnikov. Tako se koristi relativno cenejšega dolga izničijo s slabostjo previsoke stopnje tveganja, kar povzroči dvig tehtanega povprečnega stroška kapitala (Brigham, 2004a).

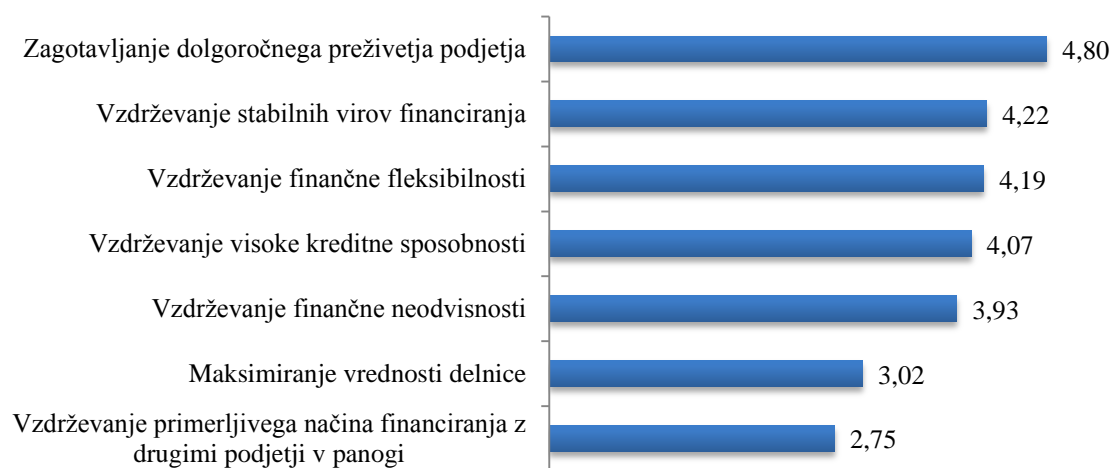
Slika 21: Pomembnost tehtanja koristi dolga (primer: davčni ščit) in njegovih slabosti (primer: povečanje tveganja) pri najemanju novih kreditov



Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Finančnim menedžerjem smo predstavili sedem načel in jih prosili, da ocenijo, kako pomembna se jim zdijo pri sprejemanju finančnih odločitev. Ugotavljamo, da je v povprečju najpomembnejše načelo zagotavljanje dolgoročnega preživetja podjetja (načelo je na lestvici od ena – povsem nepomembno – do pet – zelo pomembno – pridobilo oceno 4,80). Primerjava rezultatov s podobno študijo iz leta 1999 (Mramor, Groznik & Valentinčič) pokaže, da se po več kot 10 letih slovenska podjetja še zmeraj ukvarjajo predvsem z dolgoročnim obstojem, kar je značilno predvsem za podjetja v tranzicijskih ekonomijah. Ključno je, da se je načelo maksimiranja vrednosti delnice, ki je temelj neoklasične tržne ekonomije, uvrstilo šele na predzadnje mesto s povprečno oceno pomembnosti 3,02 (Slika 22).

Slika 22: Pomembnost sedmih načel iz področja finančnih odločitev



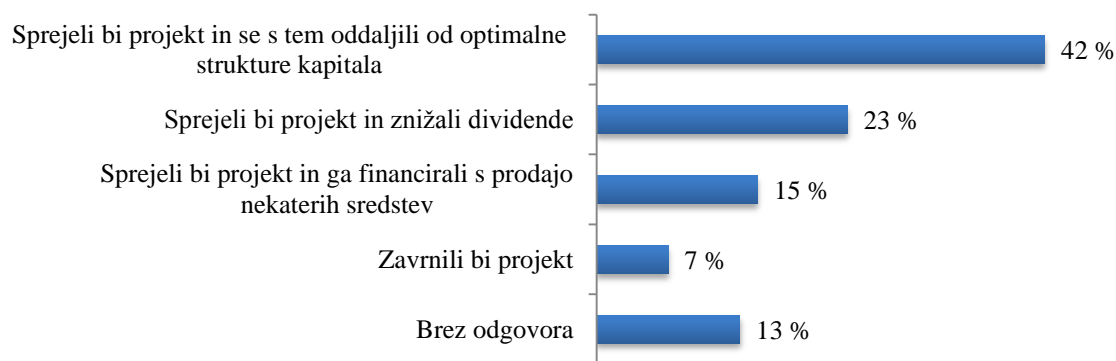
Vir: Prirejeno po Vprašalniku.

Treba je vedeti, da zaradi možne pristranskosti odgovorov finančnih menedžerjev na vprašanje o tem, katero osnovno načelo zasledujejo pri sprejemanju finančnih odločitev, tega ne smemo posploševati in enačiti z osnovnim ciljem celotnega podjetja. Mramor, Groznik in Valentinčič (1999) že v predhodnih raziskavah opozarjajo, da je prizadevanje finančne funkcije k zagotavljanju dolgoročnega preživetja in plačilne sposobnosti podjetja

znak nejasno opredeljenih osnovnih ciljev podjetja oziroma odziv finančne funkcije na dejstvo, da se podjetje nahaja v resnih finančnih težavah.

Slika 23 prikazuje ravnanje menedžerjev vzorčnih podjetij v primeru, če bi donosen projekt povzročil oddaljitev od optimalne strukture kapitala, znižanje dividend ali prodajo nekaterih obstoječih sredstev. Največji delež menedžerjev (42 %) bi projekt sprejelo in se oddaljilo od optimalne strukture kapitala. Sledita odgovora znižanje dividend in prodaja nekaterih sredstev, štirje pa navajajo, da bi se odločili za zavrnitev donosnega projekta, če bi ta povzročil katero izmed opisanih posledic.

Slika 23: Kako bi ravnali menedžerji v primeru, če bi donosna investicija povzročila eno od treh posledic: oddaljitev od optimalne strukture kapitala, znižanje dividend ali prodajo nekaterih obstoječih sredstev

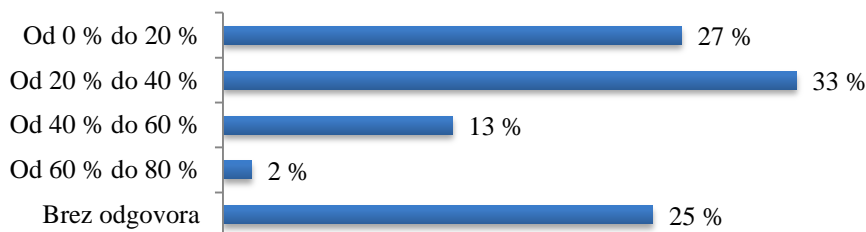


Vir: Prirjeno po Vprašalniku.

3.5 Dividendna politika

Optimalni delež izplačanega dobička v obliki dividend je po ocenah menedžerjev v povprečju 30 %. Štirje menijo, da se čisti dobiček ne sme izplačevati v obliki dividend, eden pa, da je optimalna višina dividend 66 % čistega dobička (Slika 24).

Slika 24: Optimalni delež izplačanega čistega dobička v obliki dividend

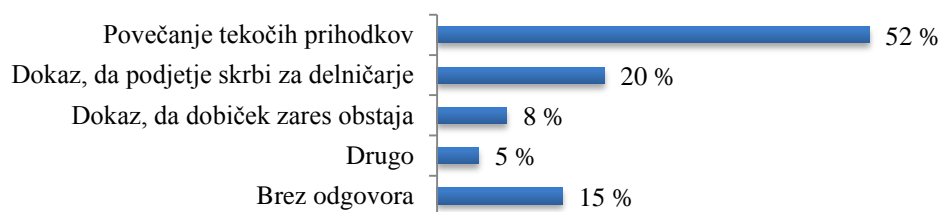


Vir: Prirjeno po Vprašalniku.

Več kot 50 % menedžerjev, zajetih v analizo, meni, da je glavni razlog, da si delničarji želijo dividende, povečanje njihovih tekočih prihodkov. Precej manj pomembna razloga sta

po njihovem mnenju dokaz, da podjetje skrbi za delničarje, in dokaz, da dobiček res obstaja (Slika 25).

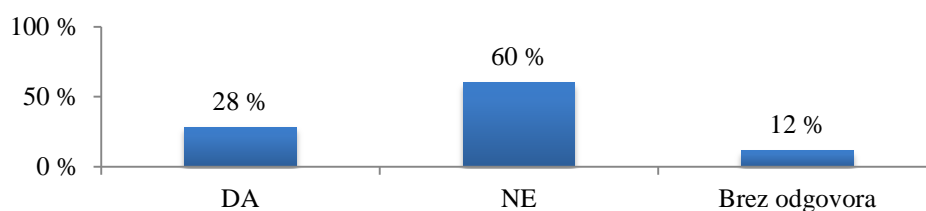
Slika 25: Zakaj si delničarji želijo dividende



Vir: Prirjeno po Vprašalniku.

Vprašali smo jih tudi, ali se strinjajo, da delničarji obravnavajo prihodek iz dividend na enak način kot prihodek iz obresti. 60 % menedžerjev meni, da delničarji ne dojemajo dividend enako kot obresti (Slika 26).

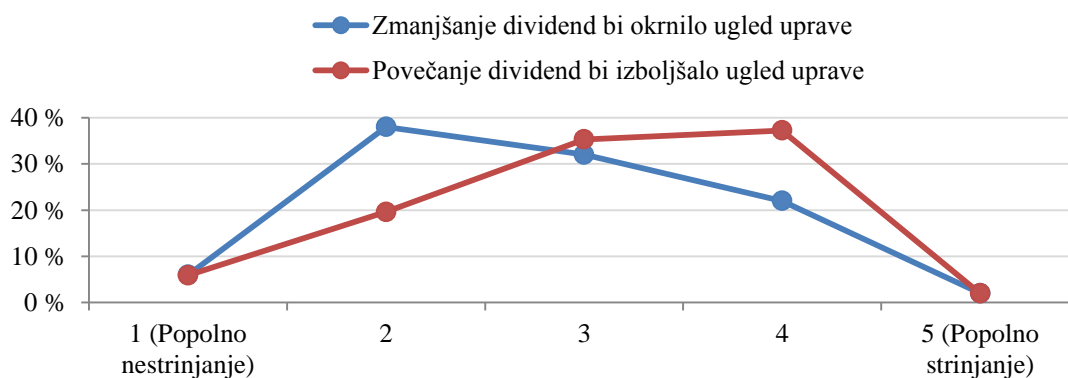
Slika 26: Ali delničarji prihodek iz dividend obravnavajo na enak način kot prihodek iz obresti



Vir: Prirjeno po Vprašalniku.

Nato so menedžerji podali svoje mnenje o dveh trditvah, in sicer, ali bi zmanjšanje/povečanje dividend okrnilo/izboljšalo ugled uprave. Mnenje so dali na standardni lestvici od ena (popolno nestrinjanje) do pet (popolno strinjanje). Večji del menedžerjev se z zmanjšanjem ugleda kot posledico znižanja dividende strinja. Nasprotno se večina strinja, da bi povečanje dividend izboljšalo ugled uprave (Slika 27).

Slika 27: Vpliv spremembe višine dividend na ugled uprave v očeh lastnikov



Vir: Prirjeno po Vprašalniku.

4 ANALIZA ZAKLJUČNIH RAČUNOV

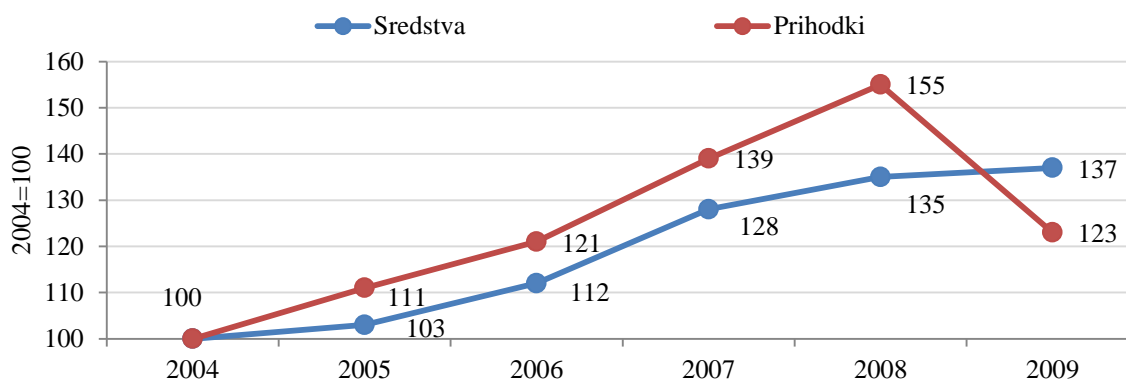
Poglavje se osredotoča na vpliv finančno-gospodarske krize na poslovanje vzorčenih proizvodnih podjetij. V poglavju se sklicujemo na finančne podatke iz zaključnih računov (bilance stanja in izkazi poslovnega izida) 204 vzorčenih podjetij. Opisna statistika medianskega podjetja za leto 2009 je že predstavljena v Tabeli 1. Bazo s podatki za obdobje 2004–2009 smo v raziskovalne namene pridobili od Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani. Namen tega dela naloge je pripraviti splošni presek stanja ter prepoznati osnovne trende, ki so vplivali na uspešnost in finančno politiko proizvodnih podjetij v opazovanem obdobju.

4.1 Obseg poslovanja

V povprečju se je v opazovanem obdobju bilančna vsota vzorčenih podjetij povečevala, a s padajočo stopnjo rasti. Rast podjetij, ocenjena z rastjo višine sredstev, se je z nastopom finančno-gospodarske krize in zaostritvijo gospodarskih razmer v Sloveniji (leti 2008 in 2009) umirila (Slika 28).

Če velikost podjetij ocenjujemo z rastjo čistih prihodkov od prodaje, ugotovimo, da so v povprečju vzorčena podjetja beležila rast vse do leta 2008, saj so se prihodki v obdobju 2004–2008 povečali za 55 %. Zanimivo je, da je v letu 2008 povprečno podjetje beležilo rast prihodkov za več kot 15 indeksnih točk, kljub temu da je bilo na nekaterih, predvsem tujih trgih, takrat že čutiti vpliv ohlajanja svetovnega gospodarstva, saj sta bili rasti BDP na prebivalca v Veliki Britaniji in Združenih državah v letu 2008 že negativni (World dataBank, 2011). Tudi v Nemčiji je bilo v drugi polovici leta 2008 že mogoče čutiti hitro ohlajanje realnega sektorja gospodarstva (The Financial Crisis Reaches Germany's Economy, 2008). V letu 2009 smo vpliv gospodarske krize prvič zaznali tudi na prihodkih vzorčenih podjetij, saj je povprečno podjetje beležilo strm upad obsega poslovanja – indeks rasti prihodkov je v letu 2009 upadel za več kot 25 indeksnih točk (Slika 28).

Slika 28: Velikost podjetij, opredeljena z bilančno vsoto oziroma s prihodki od prodaje (bazni indeks 2004)



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

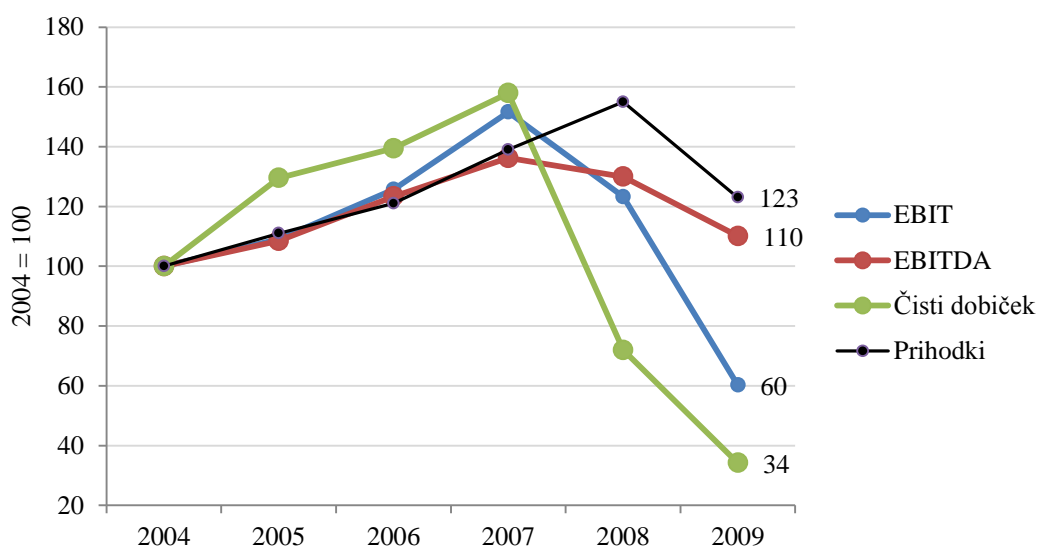
4.2 Učinek krize na poslovanje

Osnovna računovodska kategorija za mero donosnosti je čisti dobiček. Vzročena podjetja so v letih 2008 in 2009 beležila strm padec dobička (Slika 29). Bazni indeks gibanja dobička se je v dveh zaporednih letih v povprečju več kot prepolovil, čeprav so podjetja v letu 2008 še vedno beležila rast prihodkov.

Ker čisti dobiček ni odvisen le od rezultatov iz opravljanja osnovne dejavnosti podjetja, se v praksi pogosto analizira dobiček iz poslovanja (angl. *Earnings Before Interest and Taxes – EBIT*) (Knapova, Krabec & Roubičkova, 2011). EBIT namreč ne upošteva vpliva načina financiranja, zato ta kategorija omogoča veliko boljšo primerjavo med podjetji znotraj industrije. Tudi EBIT se je z nastopom gospodarsko-finančne krize močno poslabšal (Slika 29). Vrednost baznega indeksa gibanja kategorije EBIT je v letu 2008 upadla za več kot 25 indeksnih točk, v letu 2009 pa se je še prepolovila. Razliko med padcem čistega dobička (Slika 29: zelena krivulja) in EBIT-om (Slika 29: modra krivulja) gre pripisati načinu financiranja.

Kategorija EBIT, povečana za amortizacijo, se imenuje EBITDA (angl. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). EBITDA je ena izmed kategorij, s katero lahko merimo dobičkonosnosti podjetja, predstavlja pa tudi približek denarnemu toku iz poslovanja. Pri tem je treba biti pozoren, saj ne upošteva potrebnih investicij v obratni kapital in investicij v zamenjavo izrabljenih osnovnih sredstev. Zato se pogosto uporablja skupaj z ostalimi kazalniki dobičkonosnosti (Investopedia, 2011). Bazni indeks rasti kategorije EBITDA je v povprečju v letu 2008 upadel za dobrih 5, v letu 2009 pa še za 20 indeksnih točk. Padec kategorije EBITDA je v primerjavi z veliko večjim padcem čistega dobička in prihodkov iz poslovanja nekoliko manjši, zlasti v letu 2009 (Slika 29).

Slika 29: Indeks gibanja čistega dobička, EBIT in EBITDA



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Iz slike je razvidno, da je čisti dobiček najbolj variabilna kategorija donosnosti. Posebej zanimivo je, da podjetja v letu 2008 v povprečju beležijo padec vseh kategorij donosnosti, kljub povečanju prihodkov v istem letu.

4.3 Učinek krize na uspešnost poslovanja

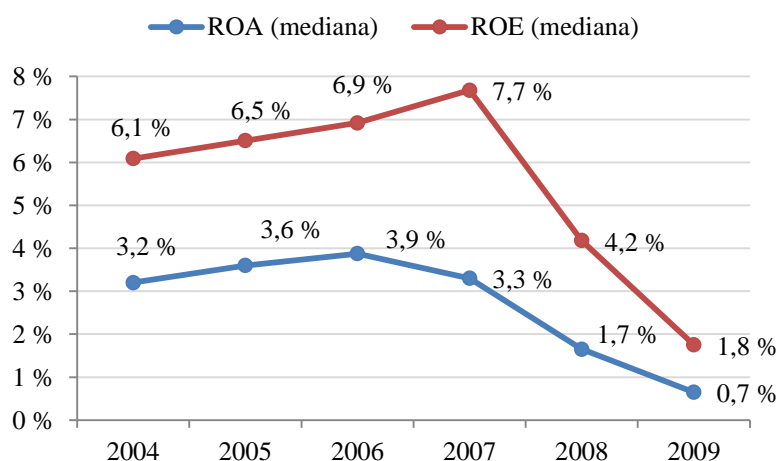
Kazalniki donosnosti so z vidika vlagateljev najpomembnejša skupina kazalnikov, saj kažejo, kako uspešno menedžment upravlja premoženje podjetja. Donosnost lastniškega kapitala (angl. *Return On Equity – ROE*) je enaka deležu donosnosti celotnih sredstev (angl. *Return On Assets – ROA*), ki glede na strukturo kapitala pripada lastnikom. ROA in ROE izračunamo s pomočjo enačbe (2) in (3). Na tem mestu je treba opozoriti, da ROE ne moremo neposredno primerjati z zahtevano donosnostjo na lastniške vloške.

$$ROA = \frac{\text{čisti poslovni izdi}}{\text{celotna sredstva}} \quad (2)$$

$$ROE = ROA \cdot \frac{\text{celotna sredstva}}{\text{kapital}} \quad (3)$$

Vzorčena proizvodna podjetja so v povprečju v obdobju gospodarske ekspanzije beležila nepretrgano rast kazalnika ROE (Slika 30). Ta je v povprečju v obdobju 2004–2007 zrasel s 6,1 % na 7,7 % v letu 2007, po letu 2007 pa opazimo obraten trend – v letu 2008 najprej padec na 4,2, nato pa v letu 2009 na 1,8 %. V povprečju je ROE vzorčenih proizvodnih podjetij v času ekonomske ekspanzije rasel veliko hitreje kot ROA, kar je bila posledica finančnega vzvoda. Padajoči trend v donosnosti sredstev se je začel že v letu 2007.

Slika 30: Povprečna donosnost vzorčenih proizvodnih podjetij v obdobju 2004–2009

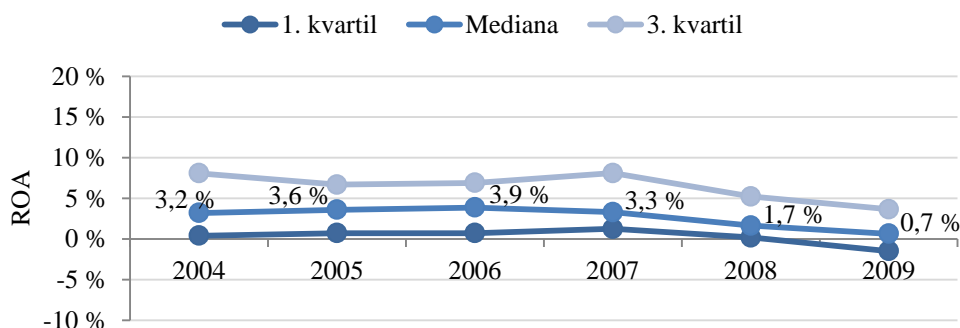


Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Sliki 31 in 32 v nadaljevanju kažeta razpršenost kazalnikov ROE in ROA. Opazimo vidno večjo razpršenost kazalnika ROE v primerjavi z razpršenostjo kazalnika ROA. Razpršenost vrednosti obeh kazalnikov (ROA in ROE) pa kljub krizi ostaja razmeroma nespremenjena,

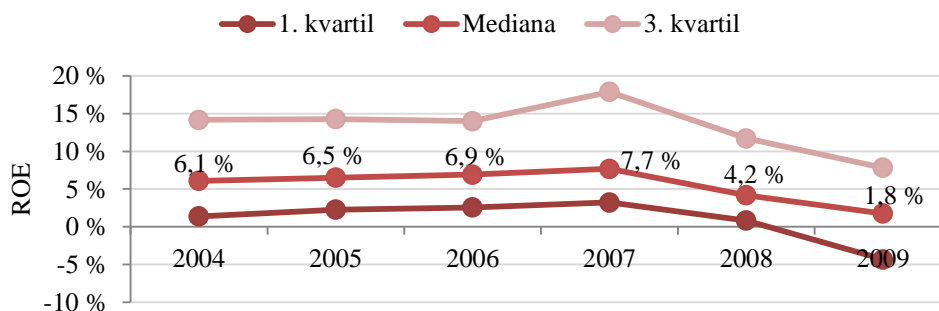
oziroma se v primerjavi z razpršenostjo vrednosti obeh kazalnikov v letu 2007 celo zmanjšuje.

Slika 31: Razpršenost kazalnika ROA za vzorčena proizvodna podjetja v času 2004–2009



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Slika 32: Razpršenost kazalnika ROE za vzorčena proizvodna podjetja v času 2004–2009



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Podjetja lahko podobno donosnost dosegajo na različne načine: z učinkovitostjo poslovanja, učinkovitostjo izrabe sredstev ali pa z uporabo finančnega vzvoda. V praksi gre najpogosteje za kombinacijo vseh treh elementov.

DuPontova analiza razčleni ROE na tri sestavne komponente, prikazane v enačbi (4). Ti elementi so profitna marža (angl. *Operating profit margin*), obračanje sredstev (angl. *Total assets turnover*) in finančni vzvod oziroma razmerje med sredstvi in kapitalom (angl. *Equity multiplier*). Tovrstna razčlenitev omogoča informativni vpogled v poslovanje podjetja.

$$ROE = \frac{\text{Čisti poslovni izid}}{\text{Čisti prihodki od prodaje}} \cdot \frac{\text{Čisti prihodki od prodaje}}{\text{Celotna sredstva}} \cdot \frac{\text{Celotna sredstva}}{\text{Kapital}} \quad (4)$$

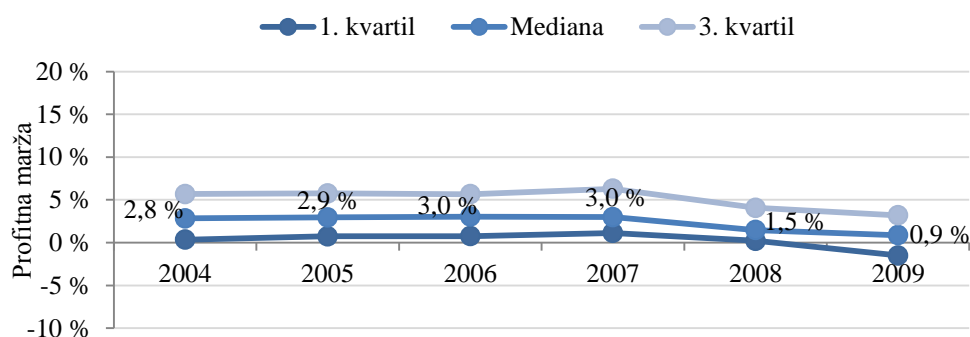
Profitno maržo izračunavamo kot razmerje med čistim poslovnim izidom (dobičkom ali izgubo) in čistimi prihodki od prodaje. Pove nam, kolikšna je dobičkonosnost iz poslovanja. Obračanje sredstev opredelimo kot razmerje med čistimi prihodki od prodaje in celotnimi sredstvi podjetja. Kazalnik je primeren za opazovanje učinkovitosti izrabe sredstev podjetja. Zadnji element, finančni vzvod, je opredeljen kot razmerje med

celotnimi sredstvi in lastniškimi kapitalom. Podjetja s finančnim vzvodom (financiranje z dolgom) povečujejo tveganje lastniških vložkov, kar pospešuje vpliv tako pozitivnih kot tudi negativnih rezultatov na ROE (Sutton, 2004).

Če je bila v povprečju učinkovitost poslovanja proizvodnih podjetij v času rasti skoraj nespremenjena (profitna marža znaša približno 3 %), pa je v času krize upad učinkovitosti poslovanja močno prizadel donosnost proizvodnih podjetij.

Slika 33 v nadaljevanju prikazuje padec mediane profitne marže s 3 % v 2007 na 0,9 % v 2009. Večjih sprememb v razpršenosti vrednosti profitne marže na vzorcu proizvodnih podjetij ni mogoče opaziti.

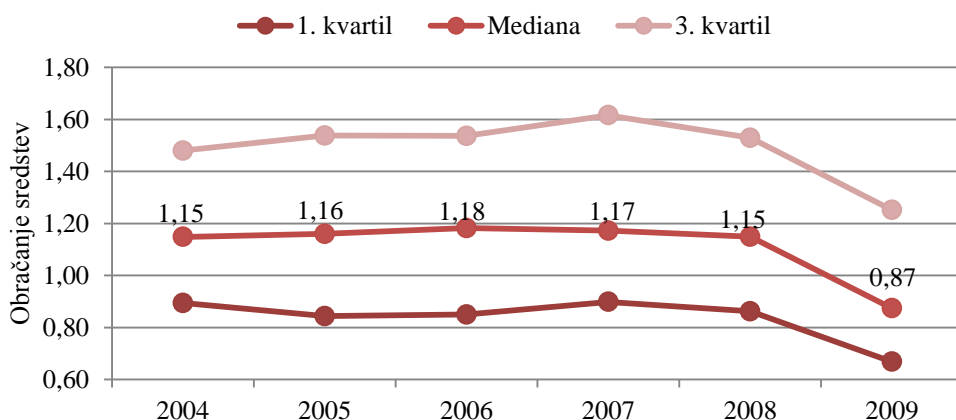
Slika 33: Razpršenosti profitne marže za vzorčena podjetja v obdobju 2004–2009



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Mediana kazalnika obračanja sredstev je bila do leta 2009 bolj ali manj stabilna (slabih 1,2), v letu 2009 pa je z 1,15 (v letu 2008) upadla na 0,87, predvsem zaradi strmega upada prihodkov. Večjih sprememb razpršenosti vrednosti kazalnika obračanja sredstev na vzorcu proizvodnih podjetij v opazovanem obdobju ni mogoče opaziti (Slika 34).

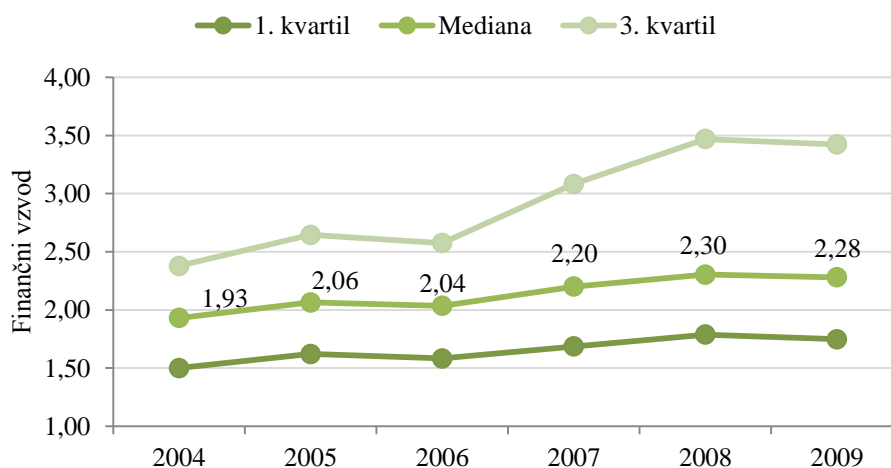
Slika 34: Razpršenosti kazalnika obračanja sredstev za vzorčena podjetja v obdobju 2004–2009



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Pri zadolževanju je opazen trend konstantnega povečevanja finančnega vzvoda vzorčenih proizvodnih podjetij. Ob tem je zanimivo zlasti to, da se od leta 2005 povečuje razpršenost vrednosti kazalnika. To, da se tretji kvartil vse bolj oddaljuje od mediane, pomeni, da so podjetja, ki so že prej uporabljala bolj tvegane politike financiranja, sedaj tvegala še bolj (Slika 35).

Slika 35: Razpršenosti kazalnika finančnega vzvoda za vzorčena podjetja v obdobju 2004–2009

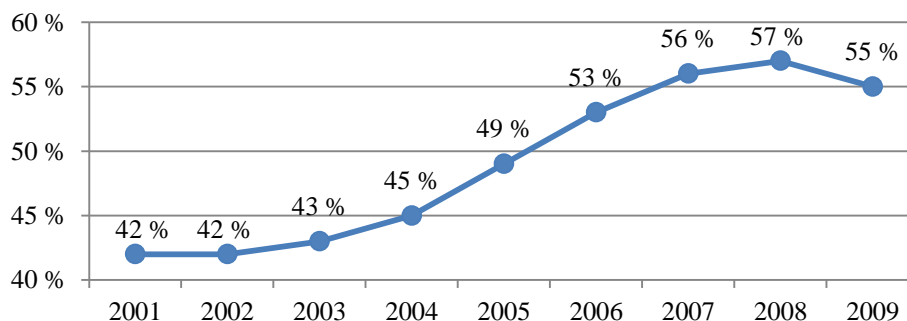


Vir: Prirejeno po GVIN-u.

4.4 Struktura kapitala in dolga

Pri analizi strukture kapitala povprečnega proizvodnega podjetja opazimo preobrat v strukturi financiranja (Slika 36). Prihaja do povečevanja deleža dolga ter zmanjševanja deleža lastniškega kapitala. Pojav povečevanja finančnega vzvoda je sicer značilen za ves sektor podjetij v opazovanem obdobju.

Slika 36: Povprečni delež celotnega dolga v strukturi kapitala za vzorčena podjetja v obdobju 2001–2009



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

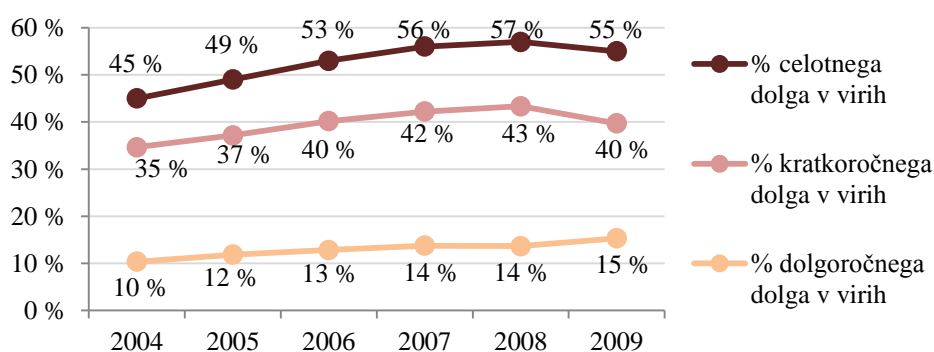
V povprečju v letu 2005 beležimo 50-odstotno zadolženost vzorčenih podjetij, to pa velja tudi za celoten realni sektor v Sloveniji. V letih od 2005 naprej so se vzorčena proizvodna

podjetja v povprečju zadolževala nekoliko počasneje od celotnega sektorja podjetij v Sloveniji (glej Slika 1: Naraščanje dolga podjetij v Sloveniji in EU-16 v razmerju do BDP na strani 14). V letu 2009 se je trend zadolževanja zaradi kreditnega krča, ki je v letu 2008 zaostрил razmere na finančnem trgu, dokončno zaustavil (Slika 36). Finančni direktorji podjetij, ki so zajeta v podvzorec, navajajo, da je primerna stopnja zadolženost za njihovo dejavnost približno 40 %. Ugotovili smo že, da primerjava med dejansko zadolženostjo in oceno finančnih menedžerjev kaže na to, da so podjetja v povprečju (glede na oceno njihovih menedžerjev) v opazovanem obdobju prezadolžena (glej poglavje 3.4 na strani 28).

4.5 Tveganje pri refinanciranju

Tveganje pri financiranju podjetij se ne kaže samo v naraščajoči zadolženosti, temveč tudi v strukturi dolga. Podjetja so se v času ekonomske ekspanzije preveč zanašala na možnost refinanciranja takrat stroškovno ugodnejšega kratkoročnega dolga. Tudi vzorčena podjetja so v opazovanem obdobju beležila naraščajoči delež kratkoročnih dolžniških virov v celotnem dolgu (Slika 37).

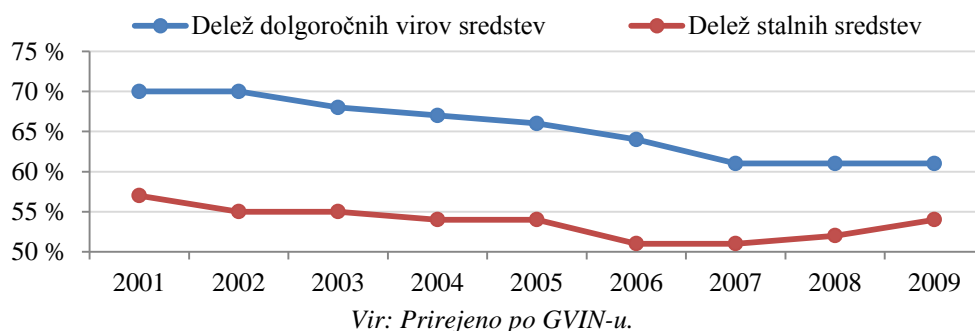
Slika 37: Povprečna struktura celotnega dolga z vidika ročnosti



Prirejeno po GVIN-u.

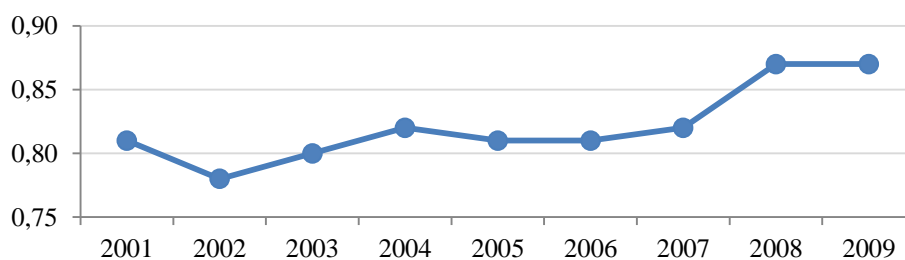
Slika 38 v nadaljevanju še nazorneje prikazuje povečevanje tveganja z vidika neusklajenosti ročnosti sredstev in virov. Vzorčena podjetja so v povprečju z vidika ročnosti sicer nekoliko prestrukturirala tudi sredstva, vendar pa povprečno podjetje na aktivni strani bilance zmanjšuje ročnost sredstev počasneje kot zmanjšuje ročnost virov sredstev na pasivni strani bilance. To se kaže v hitrejšem upadanju deleža dolgoročnih virov (kapital in dolgoročni dolg) v celotnih virih sredstev v primerjavi z upadanjem deleža dolgoročnih oziroma stalnih sredstev v celotnih sredstvih povprečnega vzorčena podjetja.

Slika 38: Primerjava ročnosti sredstev in virov financiranja v obdobju 2001–2009



Upadanje dolgoročnih virov financiranja je razvidno tudi iz naslednje slike (Slika 39), ki kaže pokritosti dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri. Ker se vrednost kazalnika približuje vrednosti ena, lahko sklepamo, da so opazovana podjetja financirala dolgoročna sredstva z vedno manjšim deležem dolgoročnih virov.

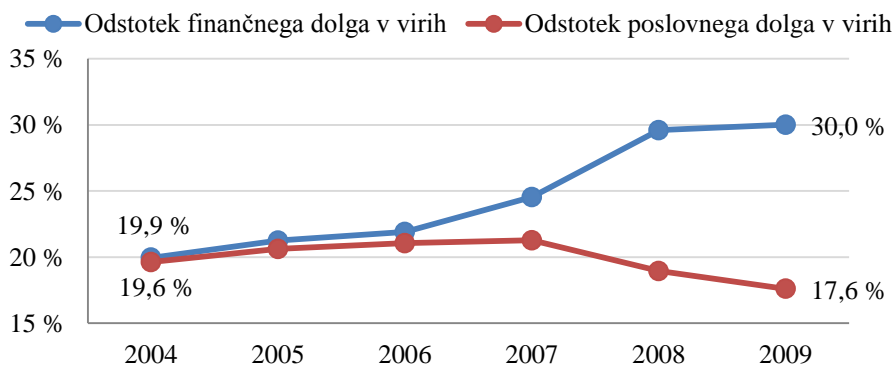
Slika 39: Pokritost dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri za vzorčna podjetja v obdobju 2001–2009



4.6 Finančni in poslovni dolg

Povprečna deleža finančnega in poslovnega dolga v celotnih virih sredstev sta v letu 2004 znašala slabih 20 %. Finančno-gospodarska kriza je trend usklajenega gibanja bistveno spremenila. Finančni dolg se je začel povečevati, poslovni dolg pa zmanjševati (Slika 40).

Slika 40: Povprečni delež finančnega in poslovnega dolga v vseh virih sredstev



4.6.1 Poslovni dolg

Poslovni dolg je zaradi vsebinske narave smiselno prikazati kot delež v prihodkih, saj gre pri poslovnem dolgu za financiranje s strani dobaviteljev, obseg takega financiranja pa je praviloma vezan na obseg poslovanja (tj. višino prihodkov).

Tabela 7 prikazuje, da je poslovni dolg kot delež prihodkov od prodaje upadel samo v letu 2008. Razlogi za upad financiranja proizvodnih podjetij s poslovnim dolgom v letu 2008 so predvsem v zaostrenih razmerah na finančnem trgu, ki so veliko podjetij pahnile v finančno stisko. Posledično so podjetja, da bi zagotovila lastno likvidnost, začela zaostrovati plačilne pogoje, a že v letu 2009 beležimo razmeroma običajen obseg financiranja s poslovnim dolgom. Vidimo lahko tudi, da gre pri poslovnem dolgu v večini za kratkoročni vir financiranja.

Tabela 7: Povprečni delež poslovnega dolga v prihodkih od prodaje in virih sredstev ter povprečna struktura poslovnega dolga z vidika ročnosti v %

Poslovni dolg	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Poslovni dolg v prihodkih	18,2	18,7	18,7	18,1	16,6	18,3
Celotni poslovni dolg v sredstvih	19,6	20,6	21,1	21,3	19,0	17,6
Delež dolgoročnega poslovnega dolga	3,3	4,9	5,0	3,3	1,5	2,2
Delež kratkoročnega poslovnega dolga	96,7	95,1	95,0	96,7	98,5	97,8

Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Tabela 8 prikazuje, da se je likvidnost podjetij poslabšala tudi z naslova pokritosti poslovnih terjatev s poslovnim dolgom. Za celotno obdobje velja, da je bilo povprečno proizvodno podjetje financirano s strani svojih dobaviteljev v manjšem obsegu, kot je samo financiralo svoje kupce, saj je povprečno podjetje v celotnem obdobju beležilo več poslovnih terjatev v razmerju do poslovnih obveznosti (vrednost kazalnika je večja od ena). Z nastopom finančno-gospodarske krize je povprečno podjetje, zajeto v analizo, beležilo dodatno poslabšanje razmerja med poslovnimi terjatvami in poslovnimi obveznostmi. Povečal se je tudi delež neto poslovnih terjatev (poslovne terjatve, zmanjšane za poslovne obveznosti) v razmerju do poslovnih prihodkov.

Tabela 8: Povprečna pokritost poslovnih terjatev s poslovnim dolgom in neto poslovni dolg v prihodkih od prodaje

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Celotne posl. terjatve/celotni posl. dolg	1,14	1,12	1,10	1,17	1,21	1,31
Neto poslovne terjatve v prihodkih v %	3,10	2,00	2,30	2,80	3,20	3,80

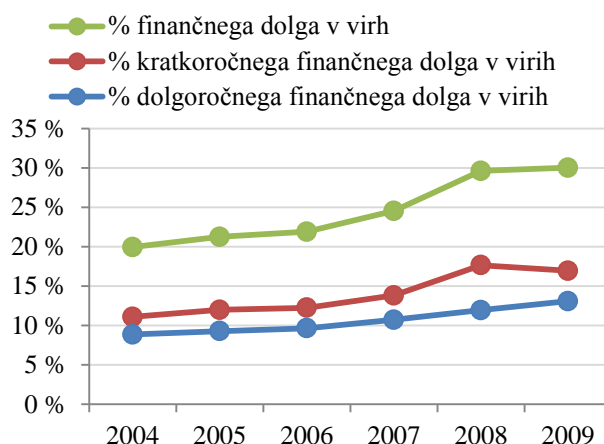
Vir: Prirejeno po GVIN-u.

4.6.2 Finančni dolg

Povprečni delež finančnega dolga v celotnih obveznostih do virov sredstev je v petih letih porasel za dobrih 10 odstotnih točk. Iz podatkov je razvidna tudi upočasnitev nadaljnega zadolževanja v letu 2009, kar pripisujemo predvsem dejstvu, da so podjetja s težavo

refinancirala kratkoročne kredite, ki pa so v strukturi finančnega dolga predstavljali vedno večji delež (Slika 41).

Slika 41: Povprečna struktura finančnega dolga z vidika ročnosti



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

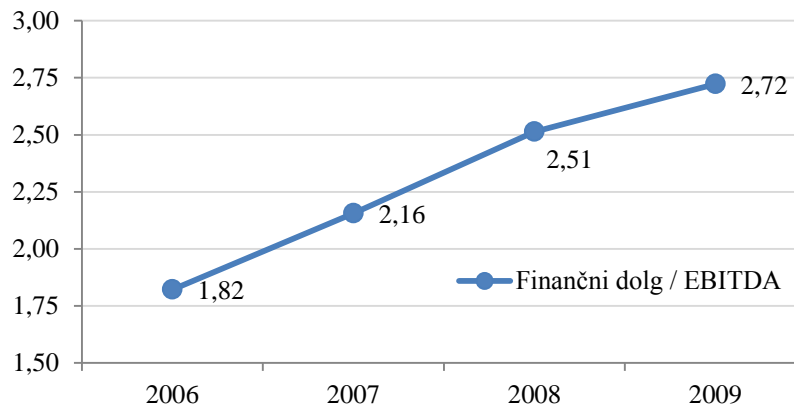
Slovenske poslovne banke, ki so po podatkih Banke Slovenije (2010a) glavni vir financiranja slovenskih podjetij, so ostale nenaklonjene nadaljnjemu dolžniškemu financiranju tudi po odpravi lastnih težav z likvidnostjo. Kriza je v ospredje ponovno postavila vprašanje upravljanja tveganj.

4.6.3 Zakaj so se podjetja zadolževala?

Pokazali smo že, da so v opazovanem obdobju podjetja v povprečju povečevala stopnjo finančnega dolga. Zakaj so se morala proizvodna podjetja ob nastopu krize kljub visoki zadolženosti še agresivneje financirati z dolžniškimi viri? Še zanimivejše je vprašanje, zakaj so se prav ta podjetja čezmerno zadolževala v času ekonomske ekspanzije. To problematiko obravnavamo v tem poglavju.

Slika 42 v nadaljevanju prikazuje, kako finančni dolg v času bremeni denarni tok iz poslovanja (EBITDA). Prvotni problem naložb, ki ne ustvarjajo denarnega toka iz poslovanja, ni samo upad njihove vrednosti (do česar je prišlo v finančno-gospodarski krizi), ampak predvsem to, da jih podjetja ne morejo pravočasno unovčiti za poplačilo dolgov. Iz tega sledi predpostavka, da bodo morala podjetja celotni bruto finančni dolg odplačali iz denarnega toka. Opazovali smo, kako celotni (bruto) finančni dolg bremeni denarni tok iz poslovanja povprečnega vzorčenega podjetja. Razvidno je, da se povprečna vrednost kazalnika v času povečuje. To pomeni, da so se dolžniški viri trošili za aktivnosti, ki niso ustvarjale denarnega toka.

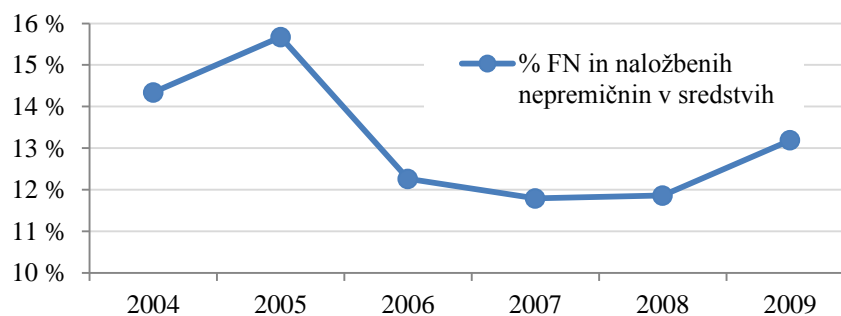
Slika 42: Celotni finančni dolg kot mnogokratnik EBITDA



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Prva možna razlaga za povečano bremenitev denarnega toka iz naslova zadolženosti je, da so opazovana podjetja tudi v času ekonomske ekspanzije zaradi pričakovanih visokih kapitalskih dobičkov investirala predvsem v kapitalski in nepremičninski trg. Kljub temu pa povprečni delež finančnih naložb, ki smo jim prišteli naložbene nepremičnine v celotnih sredstvih (Slika 43), v opazovanem obdobju upada. To je v nasprotju s predpostavko o špekulativnem investiranju, zato lahko sklepamo da vzorčena podjetja na kapitalskem in nepremičninskem trgu niso špekulirala.

Slika 43: Povprečni delež finančnih naložb in naložbenih nepremičnin v sredstvih

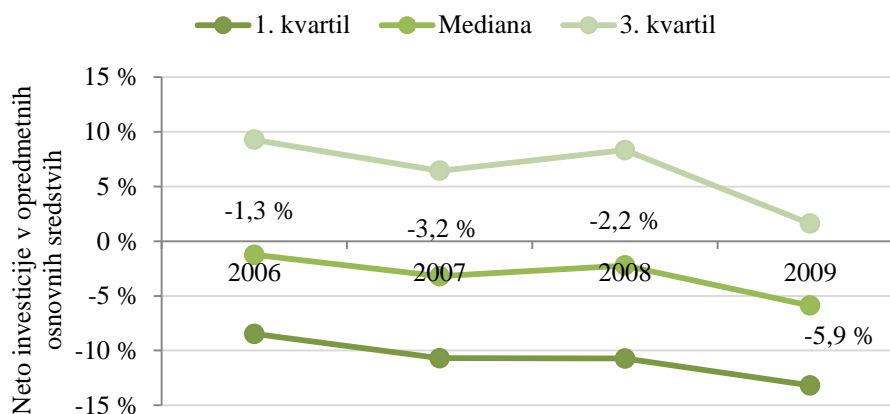


Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Druga možna razlaga je, da so podjetja investirala v svojo osnovno dejavnost, kjer pa so investicije zaradi upada ekonomske aktivnosti nasedle. Slika 44 namiguje, da tudi razlaga nasedlih investicij v primarno dejavnost za povprečno vzorčeno proizvodno podjetje ne velja. Povprečno proizvodno podjetje je namreč v opazovanem obdobju beležilo negativne neto investicije v opredmetena osnovna sredstva. To pomeni, da so vzorčena podjetja v povprečju v opredmetena sredstva investirala manj, kot so na letni ravni znašale dezinvesticije in amortizacija. Razpršenost kazalnika pa kaže na to, da so na področju investicijske dejavnosti v opredmetena osnovna sredstva vzorčena podjetja dokaj

heterogena. Z nastopom finančno-gospodarske krize se razpršenost kazalnika zmanjša (Slika 44).

Slika 44: Povprečne neto investicije v opredmetena osnovna sredstva v obdobju 2006–2009



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Tretjo razlago smo iskali v razliki med bruto in neto finančnim dolgom (neto dolg smo opredelili kot celotni finančni dolg, zmanjšan za dana posojila), ki se v proučevanem obdobju povečuje. To pomeni, da so podjetja v povprečju vse več izposojenih virov posojala naprej (Tabela 9).

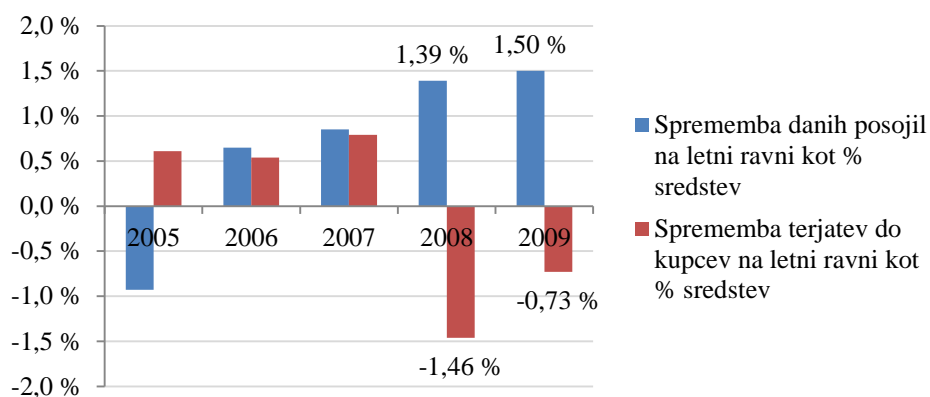
Tabela 9: Povprečni bruto in neto finančni dolg v %

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Finančni dolg v virih	19,95	21,25	21,90	24,54	29,60	30,01
Neto finančni dolg v virih	16,08	18,31	18,31	20,10	23,77	22,68
Razlika: delež danih posojil v virih	3,87	2,94	3,59	4,44	5,83	7,33

Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Razlika med povprečnim bruto in neto finančnim dolgom v proučevanem obdobju narašča, zato predpostavljamo, da ne gre za dana posojila iz poslovnih razlogov. Slika 45 v nadaljevanju prikazuje zanimivo dinamiko deleža terjatev do kupcev in danih posojil v letu 2008. Sklepamo lahko, da podjetja niso zavedla terjatev do kupcev, ki bi jih po zapadlosti morala odpisati (kar bi kvarilo letni poslovni izid), ampak so prodajo lastnih proizvodov financirala preko danih posojil, s tem pa odložila učinke krize na poslovne rezultate.

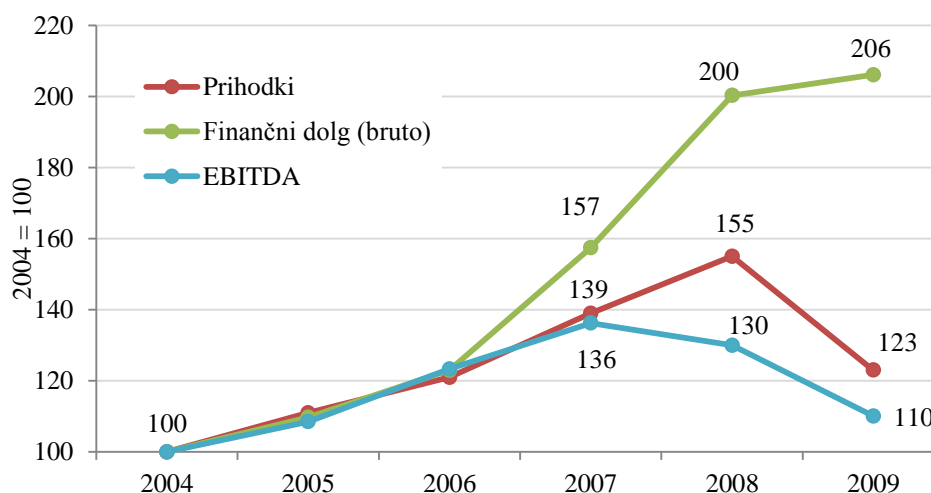
Slika 45: Letna sprememba deleža terjatev do kupcev in danih posojil v povprečni strukturi sredstev



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Povedano nakazuje, da sta za povečanje dolga v času finančno-gospodarske krize »krivi« predvsem slabša prodaja in težave pri poplačilih terjatev. Izpad denarnega toka zaradi upada naročil oziroma prihodkov jasno prikazuje Slika 46 spodaj. Kljub padcu EBITDA ugotavljamo, da je v letu 2008 finančni dolg kumulativno narasel bolj, kot se je zaradi padca prodaje zmanjšal denarni tok iz poslovanja.

Slika 46: Povprečno gibanje prihodkov, EBITDA in finančnega dolga



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Opozorili smo že na možnost, da so podjetja z dajanjem posojil pospeševala prodajo. Prav tako smo ugotovili, da se je v obdobju finančno-gospodarske krize povečal neto poslovni dolg. Slabše upravljanje terjatev v letih 2008 in 2009 je razvidno tudi preko povečanja kazalnika dnevi vezave terjatev do kupcev (Tabela 10). Na drugi strani se je povečal tudi kazalnik dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev, vendar v manjšem obsegu kot prvi. Nasprotno pa opazimo, da so podjetja v povprečju glede na spremenjene razmere na trgu

razmeroma učinkovito prilagodila svoje zaloge, saj z naslova upravljanja zalog v povprečju ne opažamo poslabšanja učinkovitosti (Tabela 10).

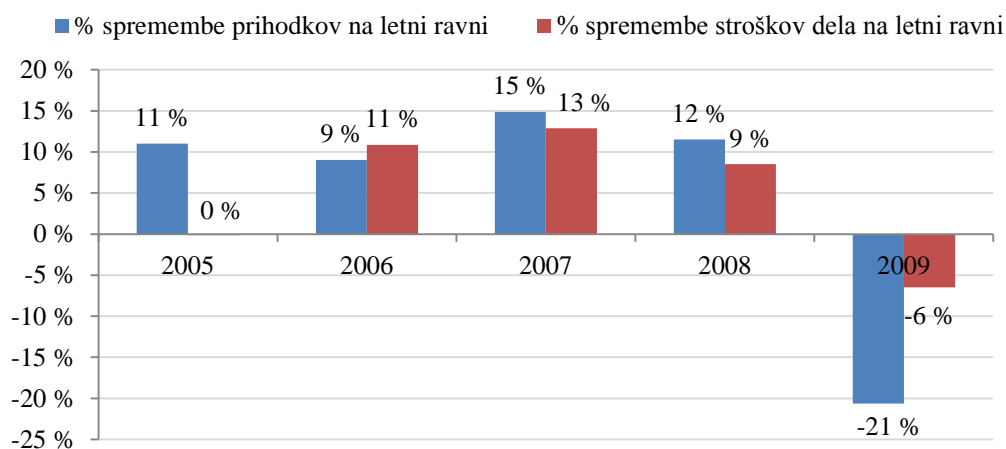
Tabela 10: Učinkovitost upravljanja poslovnih terjatev in obveznosti ter zalog

	2006	2007	2008	2009
Dnevi vezave terjatev do kupcev	76,8	77,3	77,2	87,4
Dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev	67,3	65,5	58,7	64,9
Dnevi vezave zalog	50,5	52,4	55,0	55,8

Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Zanimivo je, da so proučevana podjetja v povprečju glede na zmanjšanje aktivnosti slabo prilagodila stroške dela. Povprečno podjetje je v letu 2009, ko so prihodki od prodaje upadli, beležilo relativno majhen upad stroškov dela (Slika 47). Pojav fiksnih stroškov dela je značilen za slovenski gospodarski prostor in je tesno povezan z močno sindikalno organiziranostjo slovenskih delavcev, rigidnostjo delovnopravne zakonodaje in ne nazadnje tudi z osnovnim ciljem mnogih slovenskih podjetij (maksimiranje plač). Med možne razloge za dodatno zadolževanje podjetij v kriznem obdobju tako nedvomno prištevamo tudi opcijo, da so se podjetja zadolževala z namenom ohranjanja delovnih mest.

Slika 47: Povprečne letne odstotne spremembe prihodkov in stroškov dela

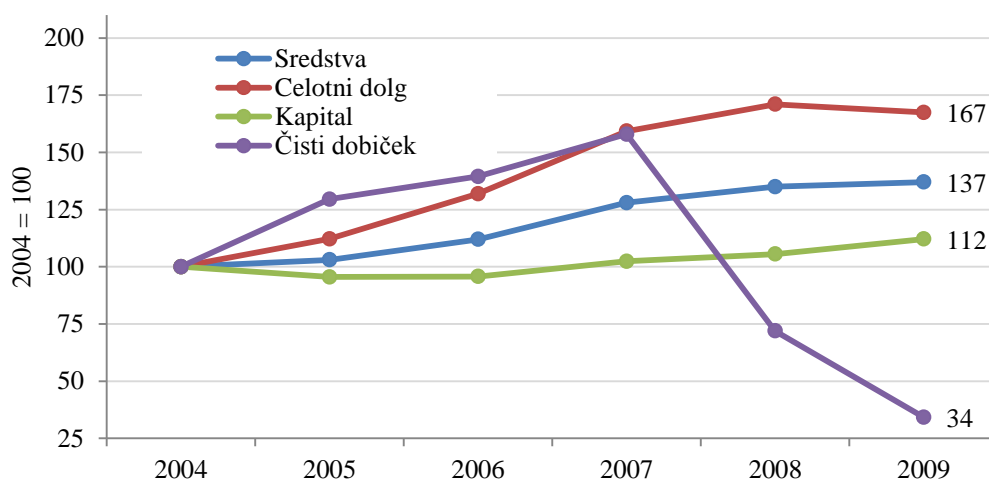


Vir: Prirejeno po GVIN-u.

4.7 Lastniški kapital

Povprečno podjetje v obdobju ekspanzivne gospodarske rasti kljub velikim dobičkom ni beležilo znatnega povečanja kapitala (Slika 48). Če predpostavljamo, da za proučevano obdobje velja tudi, da podjetja niso bila izpostavljena negativnim prevrednotenjem sredstev, lahko sklepamo, da je povprečno podjetje v opazovanem obdobju dobičke v večini izplačevalo v obliki dividend. V letih 2005 in 2006 so podjetja najverjetneje odkupovala lastne delnice.

Slika 48: Gibanja sredstev, celotnega dolga, kapitala in čistega dobička



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

5 REGRESIJSKA ANALIZA

5.1 Splošni model

V prvem koraku regresijske analize smo oblikovali splošni model, s katerim bomo proučevali vpliv različnih dejavnikov na pet finančnih kazalnikov, ki kažejo donosnost poslovanja podjetja. Kot odvisne spremenljivke v modelih nastopajo naslednji kazalniki: profitna marža, ROA, ROE, EBIT marža in EBITDA marža.

Enačba splošnega modela (5) je predstavljena v nadaljevanju.

$$\begin{aligned}
 Y' = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{stopnja zadolženosti} + \beta_2 \cdot \text{tveganje refinanciranja} + \beta_3 \cdot \text{odstotek neto} \\
 & \text{investicij} + \beta_4 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} + \beta_5 \cdot \text{rast plač in prihodkov} + \beta_6 \cdot \text{tuji lastniki} + \\
 & \beta_7 \cdot \text{notranji lastniki} + \beta_8 \cdot \text{državno lastništvo} + \beta_9 \cdot \text{lastništvo finančnih podjetij} + \beta_{10} \cdot \\
 & \text{izvozna naravnost} + \beta_{11} \cdot \text{velikost podjetja} + \beta_{12} \cdot \text{tehnični čas}
 \end{aligned} \quad (5)$$

Splošni model analize vključuje 12 neodvisnih spremenljivk, ki jih delimo v tri skupine. Prva skupina predstavlja spremenljivke finančnega obnašanja. Te so stopnja zadolženosti, investicijska aktivnost, naložbena aktivnost, neusklajenost ročnosti sredstev in virov sredstev (angl. *Durability mismatch*) in primerjava rasti plač z rastjo prihodkov (v enačbi so to neodvisne spremenljivke od β_1 do β_5). Druga skupina spremenljivk je povezana z lastniško strukturo (neodvisne spremenljivke od β_6 do β_9), tretja skupina pa predstavlja tehnične spremenljivke, in sicer izvozno naravnost, velikost podjetja in vpliv časa (neodvisne spremenljivke od β_{10} do β_{12}). Pri izbiri v model vključenih neodvisnih spremenljivkah smo poskušali zajeti najrazličnejše vidike poslovanja, ki bi lahko vplivali na uspešnost podjetja. V nadaljevanju za vsako izmed spremenljivk navajamo definicijo in predpostavljeno smer vpliva na uspešnost poslovanja.

5.1.1 Opis odvisnih spremenljivk

Model 1: **Profitna marža** je opredeljena kot odstotek čistega dobička oz. izgube v čistih prihodkih od prodaje.

$$\text{Profitna marža} = \frac{\text{čisti dobiček ali izguba}}{\text{prihodki iz poslovanja}} \quad (6)$$

Model 2: **ROE** je opredeljen kot odstotek čistega dobička oz. izgube v povprečnem stanju kapitala.

$$\text{ROE} = \frac{\text{čisti dobiček ali izguba}}{\text{lastniški kapital}} \quad (7)$$

Model 3: **ROA** je v modelu opredeljen kot odstotek dobička oz. izgube pred obrestmi in davki (EBIT) v celotnih povprečnih sredstvih, ki so zmanjšana za vse kratkoročne in dolgoročne finančne naložbe. Pri kategoriji EBIT gre v grobem za poslovne prihodke, zmanjšane za stroške proizvodnje. Ker smo v števcu namesto čistega dobička, ki je odvisen od vseh, med drugim tudi špekulativnih dejavnosti podjetja, uporabili EBIT, smo v imenovalcu kazalnika pustili le sredstva, s katerimi naj bi podjetja generirala le poslovne prihodke. Predpostavljamo, da finančne naložbe v opazovanem obdobju v večini primerov niso neposredno poslovno upravičene z vidika opravljanja osnovne dejavnosti podjetja. Zato predvidevamo, da gre z naslova finančnih naložb predvsem za špekulativno investicijsko dejavnost podjetja, ki se odmika od osnovne panožne dejavnosti in kviri sliko o dejanski učinkovitosti izrabe produkcijskih sredstev.

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{sredstva} - \text{finančne naložbe}} \quad (8)$$

Model 4: **EBIT marža** je odstotek dobička oz. izgube iz poslovanja v čistih prihodkih od prodaje. Če namesto čistega dobička pri analizi donosnosti prodaje uporabljamo EBIT, izvzamemo vpliv politike financiranja, kar omogoča boljšo primerjavo med podjetji, saj podjetja tudi znotraj podobne dejavnosti uporabljajo različno tvegane strategije financiranja. Različna stopnja finančne zadolženosti vpliva na obrestno mero in na davčno osnovo (koncept se v teoriji imenuje davčni ščit) za izračun davka na dobiček.

$$\text{EBIT marža} = \frac{\text{EBIT}}{\text{prihodki iz poslovanja}} \quad (9)$$

Model 5: **EBITDA marža** je opredeljena kot odstotek dobička oz. izgube iz poslovanja v celotnih prihodkih, povečan za stroške amortizacije. EBITDA je kategorija, ki predstavlja denarni tok iz poslovanja ter je najprimernejša za primerjavo med podjetji z vidika sposobnosti za poravnavo obveznosti.

$$\text{EBITDA marža} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{prihodki iz poslovanja}} \quad (10)$$

5.1.2 Opis neodvisnih spremenljivk

V nadaljevanju so definicije vseh neodvisnih spremenljivk, ki sestavljajo splošen model analize, predstavljena pa je tudi smer vpliva, ki naj bi ga posamezna pojasnjevalna spremenljivka imela ne različne kazalnike donosnosti poslovanja.

V nekaterih modelih je večja ali manjša moč vpliva na opazovani kazalnik razumljiva že ne osnovi splošnih definicij (gre za vpliv identitete). Na primer, sklepamo lahko, da večja zadolženost negativno vpliva bolj na kazalnike donosnosti, ki imajo v števcu kategorijo čistega dobička, ki je zaradi stroškov obresti posledično manjši. Po drugi strani pa so nekatere povezave bolj posredne ter izhajajo iz finančne teorije oziroma iz zaključkov raziskav drugih avtorjev, ki so analizirali finančno obnašanje slovenskih podjetij.

Spremenljivke finančnega obnašanja

X₁: Odstotek zadolženosti je opredeljen kot razmerje med celotnim dolgom in celotnimi viri sredstev podjetja.

$$\text{Odstotek zadolženosti} = \frac{\text{celotni dolg}}{\text{celotne obveznosti do virov sredstev}} \quad (11)$$

Kakšna je primerna stopnja zadolženosti, je odvisno od narave osnovne dejavnosti podjetja. V prejšnjih poglavjih smo ugotovili, da je povprečno vzorčno podjetje v opazovanem obdobju prezadolženo. Prav tako smo že podali nekaj možnih razlag, zakaj podjetja kljub prezadolženosti še zmeraj uporabljajo pretežno dolžniško financiranje. Na problem, ki ga prezadolženost celotnega sektorja podjetij v Sloveniji predstavlja pri oživljanju gospodarstva, pa v svojem poročilu opozarja tudi Banka Slovenije (2010a). Zaradi tega predvidevamo, da bo dolg negativno vplival na vse kategorije donosnosti, tudi v primeru, ko ne gre za neposredni vpliv identitete.

X₂: Tveganje refinanciranja – kot približek za naraščajoče tveganje z naslova refinanciranja smo vzeli računovodski kazalnik pokritosti dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri. Ta je opredeljen kot razmerje med celotnimi dolgoročnimi sredstvi in celotnimi dolgoročnimi viri sredstev (lastniški kapital in dolgoročni dolg podjetja), kot prikazuje enačba (12).

$$\begin{aligned} \text{Tveganje refinanciranja} = \\ \text{Pokritost dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri} = \end{aligned} \quad (12)$$
$$\frac{\text{dolgoročna sredstva}}{\text{dolgoročne obveznosti do virov sredstev}}$$

Vpliv ročnosti virov sredstev je odvisen od razmer na finančnem trgu. Za obdobje gospodarske rasti je tako zaradi dodatne premije za tveganje (angl. *Risk premium*) in tudi zaradi pričakovanj na finančnem trgu (angl. *Arbitrage pricing theory*) značilna naraščajoča krivulja donosa (angl. *Yield curve*). To pomeni, da so dolgoročni dolžniški viri dražji od kratkoročnih, zaradi česar so podjetja v obdobju gospodarske ekspanzije dolgoročne vire zamenjevala s kratkoročnimi. Povprečna vrednost kazalnika pokritosti dolgoročnih

sredstev z dolgoročnimi viri se giblje pod vrednostjo ena, kar pomeni, da imajo podjetja še vedno več dolgoročnih virov kot dolgoročnih sredstev in da delež kratkoročnih sredstev financirajo z dolgoročnimi viri (glej Slika 39: Pokritost dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri za vzorčena podjetja v obdobju 2001–2009 na strani 40). To je običajno, saj pri določenih vrstah kratkoročnih sredstev ne gre za popolnoma likvidna sredstva. Povečanje vrednosti kazalnika pravzaprav pomeni, da je podjetje bodisi povečalo ročnost sredstev bodisi zmanjšalo ročnost virov sredstev, oboje pa v finančni teoriji pomeni večjo tveganost z naslova refinanciranja. Ker je bilo zaradi nastopa kreditnega krča veliko podjetij primorano kratkoročne vire obnavljati z dražjimi viri financiranja, predvidevamo, da je to negativno vplivalo na vse kazalnike donosnost podjetji.

X₃: Odstotek neto investicij je opredeljen kot razmerje med investicijami v opredmetena sredstva, zmanjšanim za dezinvesticije in amortizacijo, in celotnimi opredmetenimi sredstvi, kot prikazuje enačba (13).

$$\text{Odstotek neto investicij} = \frac{\text{investicije v opredmetena sredstva} + \text{dezinvesticije} - \text{amortizacija}}{\text{opredmetena sredstva}} \quad (13)$$

V poglavju Analiza zaključnih računov na strani 33 smo ugotovili, da so neto investicije v osnovna opredmetena sredstva povprečnega vzorčenega podjetja v opazovanem obdobju negativne (glej Slika 44: Povprečne neto investicije v opredmetena osnovna sredstva v obdobju 2006–2009 na strani 44). Predvidevamo, da bodo podjetja, ki so beležila pozitivne neto investicije, beležila boljše poslovne rezultate, saj teorija predvideva, da novi investicijski projekti vsaj na dolgi rok povečujejo konkurenčnost in posledično tudi donosnost podjetja. Obstaja tudi obratna povezanost, in sicer, da je investicijska dejavnost povezana z razpoložljivostjo sredstev, zaradi česar velja, da uspešnejša podjetja, ki ustvarjajo več denarnega toka, posledično tudi več investirajo. Kljub temu da vemo, da so rezultati investicij v obliki donosov navadno vidni s časovnim zamikom, pa zaradi majhnega števila opazovanj časovnega zamika ne bomo uporabili, saj bi to zmanjšalo količino podatkov. Tako predpostavljamo, da se podjetja delijo na investicijsko aktivna (ne letni ravni investirajo več, kot v tekočem letu znašajo dezinvesticije in amortizacija obstoječih opredmetenih sredstev) in investicijsko neaktivna.

X₄: Odstotek finančnih naložb je opredeljen kot razmerje med finančnimi naložbami (kratkoročnimi in dolgoročnimi) in celotnimi sredstvi.

$$\text{Odstotek finančnih naložb} = \frac{\text{finančne naložbe}}{\text{sredstva}} \quad (14)$$

Domačim podjetjem v obdobju gospodarske ekspanzije nekateri ekonomisti očitajo odmik od osnovne dejavnosti, saj so druge naložbe, zlasti špekulacije na finančnem in nepremičninskem trgu, ustvarjale veliko višje donose. Predvidevamo, da ja špekulativno investiranje v obdobju rasti pozitivno vplivalo na donosnost podjetij, vendar pa se je z zlomom tako finančnega kot nepremičninskega trga izkazalo, da imajo danes podjetja

zaradi prevelike naložbene aktivnosti izven osnovne dejavnosti v svojih bilancah veliko naslednjih investicij. Zaradi tega tudi predpostavljamo, da večji delež finančnih naložb v sredstvih z nastopom finančno-gospodarske krize negativno vpliva na donosnost podjetja. Tudi v tem primeru pa je možna obratna povezava med uspešnostjo ter obsegom naložbenih aktivnosti, saj so višji donosi v preteklih letih ustvarjali možnosti za investiranje presežkov v finančne naložbe.

X₅: Rast plač in prihodkov je opredeljena kot dummy spremenljivka, ki ima vrednost nič, če so v določenem letu stroški plač rasli hitreje od rasti čistih poslovnih prihodkov, ali vrednost ena, če so v določenem letu stroški plač rasli počasneje od rasti čistih poslovnih prihodkov.

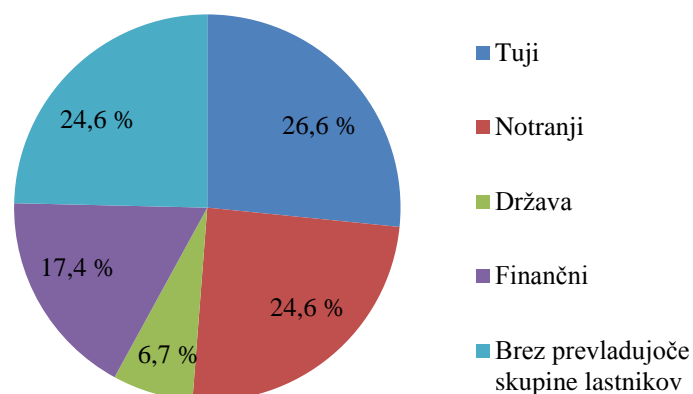
Na vzorcu 204 proizvodnih podjetij so pri 55 % teh podjetij plače prehitile rast prihodkov. Logična posledica čezmerne rasti plač je stroškovna neučinkovitost, ki negativno vpliva na poslovne rezultate. Različni raziskovalci (Mramor & Valentinčič, 2001; Cirman & Konič, 2000; Mramor, 1996) so se na primeru slovenskega prostora ukvarjali s problematiko prisvajanja denarnega toka s strani notranjih deležnikov (menedžerjev in zaposlenih) v obliki čezmernih nadomestil za delovni prispevek. Raziskave zaključujejo, da je pojav prisvajanja denarnega toka notranjih deležnikov povezan zlasti z nekaterimi lastniškimi strukturami. Dodatno pa pogajalska izhodišča lastnikov poslabšujeta tudi močna sindikalna organiziranost delavcev in velika nefleksibilnost na področju slovenske delovnopravne zakonodaje (OECD, 2011).

Možno je, da hitra rast plač predstavlja model participacije zaposlenih pri delitvi denarnega toka pri uspešnih podjetjih. Dopusčamo torej tudi obratno možnost, da ne gre za negativno vzročno, temveč pozitivno posledično povezavo med uspešnostjo podjetij in rastjo plač glede na produktivnost.

Spremenljivke lastništva

Podjetja smo glede na obvladujoči lastniški blok razvrstili v pet različnih kategorij. Najprej smo podjetja razdelili na tista s prevladujočimi tujimi oziroma domačimi lastniki, nato pa smo domače lastništvo razdelili še na tri kategorije, in sicer na notranje (menedžersko in delavsko lastništvo), prevladujoče lastništvo finančnih podjetij in prevladujoče neposredno oziroma posredno lastništvo države. Peta skupina zajema domača podjetja, v katerih ni prevladujoče skupine lastnikov. Za razdelitev po lastniških blokih smo se odločili, ker predvidevamo, da med lastniki s podobnimi cilji pri sprejemanju strateških odločitev nastajajo lastniške koalicije. Podatki o lastniški strukturi so bili zbrani v okviru prispevka z naslovom *Productivity and Ownership in Slovene Firms* (Knežević Cvelbar, Koman & Prašnikar, 2010).

Slika 49: Razdelitev vzorčenih proizvodnih podjetij v skupine glede na vrsto prevladujočega lastniškega bloka



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Na podlagi ugotovitev predhodnih raziskav predpostavljamo, da lastniška struktura pogosto odločujoče vpliva na delitev denarnega toka v podjetju. Tabela 11 v nadaljevanju prikazuje povprečne vrednosti neodvisnih spremenljivk, ki v modelu pojasnjujejo vpliv finančnega obnašanja na donosnost v celotnem opazovanem obdobju (2006–2009) za skupine proizvodnih podjetij z različnimi prevladujočim lastniškimi bloki. Opazimo, da so v povprečju najbolj zadolžena podjetja s prevladujočim notranjim lastništvom, kar je najverjetneje posledica menedžerskih prevzemov. Pri usklajenosti ročnosti virov in obveznosti do virov sredstev v primeru prevladujočih notranjih lastnikov prav tako beležimo agresivnejšo politiko financiranja. Odstotek finančnih naložb v sredstvih je najnižji, ko gre za prevladujoče tuje lastnike. To je mogoče razložiti s tem, da tuji vlagatelji na našem trgu ne špekulirajo. Zanimivo je, da so podjetja v državni lasti v opazovanem obdobju v povprečju največ investirala v opredmetena sredstva. Pričakovano je tudi rezultat, da so plače prehitvevale rast produktivnosti dela zlasti pri podjetjih, kjer se kot največji lastniški blok pojavljajo menedžerji in zaposleni (notranji lastniki). Takih je skoraj 60 % podjetij s prevladujočim notranjim lastništvom, sledijo pa jim državna podjetja. Med njimi je takih skoraj 55 % podjetij.

Tabela 11: Povprečne vrednosti spremenljivk finančnega obnašanja glede na prevladujoči lastniški blok

	Tuji	Notranji	Država	Finančni	Brez prevladujoče sk. lastnikov
Stopnja zadolženosti v %	46,19	55,71	46,77	46,05	55,77
Pokritost dolg. sred. z dolg. viri	0,78	0,91	0,81	0,81	0,86
Odstotek finančnih naložb v sredstvih v %	1,03	7,95	5,86	5,72	8,87
Odstotek neto investicij v %	-3,37	-2,31	0,81	-5,03	-1,69
Plače so rasle hitreje od prihodkov v %	53,91	59,70	54,54	52,11	52,94

Vir: Prirejeno po GVIN-u.

X₆: Tuji lastniki so opredeljeni kot dummy spremenljivka, ki ima vrednost ena, če večinski lastniški delež obvladujejo tuji lastniki, in vrednost nič, če podjetje obvladujejo domači lastniki.

Predpostavljamo, da se tuji večinski lastniki pojavljajo zlasti v uspešnejših podjetjih. Tezo je mogoče argumentirati s tem, da tuje investitorje pritegnejo predvsem boljše slovenska podjetja. Če gre za neposredne tuje investicije, lahko predpostavljamo še, da gre predvsem za investitorje razvitejših držav, ki na našem trgu iščejo dolgoročne investicijske priložnosti in s seboj prinašajo poleg kapitala tudi konkurenčno znanje in tehnologijo. Posledično predpostavljamo tudi vzročno pozitivno povezavo med uspešnostjo podjetja in tujim lastništvom. Statistično značilnost pričakujemo zlasti v modelu z odvisno spremenljivko EBITDA marža, ki smo jo izračunali s pomočjo enačbe (10) na strani 48.

X₇: Notranji lastniki so opredeljeni kot dummy spremenljivka, ki ima vrednost ena, če podjetje obvladujejo notranji lastniki (menedžerji in delavci), sicer ima vrednost nič.

Kot notranje lastništvo smo opredelili menedžersko oziroma delavsko lastništvo. Ker delavsko lastništvo v pravem pomenu besede v slovenskih podjetjih izginja, gre pri notranjem lastništvu danes predvsem za manjšo skupino, navadno vodstvenih delavcev, ki lastniško obvladujejo večji delež podjetja. V obdobju lastniške konsolidacije smo bili v Sloveniji priča številnim menedžerskim prevzemom podjetij. Menedžerji so (v večini) z nepreglednimi prevzemi finančno izčrpali podjetja, zato predvidevamo, da v povprečju menedžersko lastništvo negativno vpliva na finančno stanje v podjetju, kar posredno negativno vpliva tudi na njihovo donosnost.

X₈: Državno lastništvo je opredeljeno kot dummy spremenljivka, ki ima vrednost ena, če je večinski delež podjetja v neposredni ali posredni državni lasti, sicer pa ima vrednost nič.

Država je v Sloveniji še vedno močno prisotna v lastniških strukturah podjetij, deloma kot posledica nedokončanega procesa privatizacije. Ne gre pa le za to, da je država ostala lastnik v tistih podjetjih, ki jih zaradi pomakanja povpraševanja ni uspela privatizirati. Državno lastništvo se utemeljuje z nacionalnim interesom, zato se država otepa tujega lastništva, domačega kapitala pa je bilo za privatizacijo premalo. Poleg tega strateška vloga v nacionalnih podjetjih ni le zagotavljanje infrastrukture, temveč tudi vzdrževanje stopnje zaposlenosti. Predvidevamo torej, da država ostaja lastnik v nekaterih, z vidika donosnosti, manj uspešnih podjetjih. Posebna značilnost države kot lastnika je, da maksimizacija vrednosti podjetja pogosto ni najpomembnejši cilj. Iz tega sledi, da govorimo tako o vzročni (država je slabši lastnik) kot tudi posledični negativni povezanosti med donosnostjo podjetja in državnim lastništvom.

X₉: Lastništvo finančnih podjetij je opredeljeno kot dummy spremenljivka, ki ima vrednost ena, če finančna podjetja predstavljajo obvladujoči lastniški blok, sicer ima spremenljivka vrednost nič.

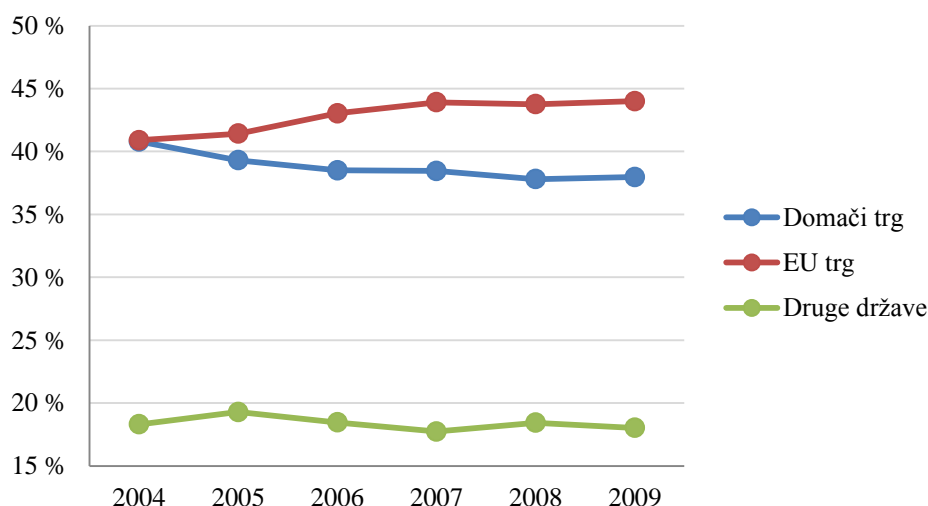
Predvidevamo, da vpliv drugega finančnega podjetja negativno vpliva na donosnost podjetja. Predpostavljamo, da finančna podjetja, ki jih predstavljajo zlasti finančni holdingi, nastali s preoblikovanjem privatizacijskih skladov, v večini primerov nastopajo v lastniški strukturi nefinančnih podjetij z motivi, ki niso nujno povezani z donosnostjo poslovanja proizvodnih podjetij.

Tehnične spremenljivke

X₁₀: Izvozna naravnost je opredeljena kot dummy spremenljivka, ki ima vrednost ena, če je podjetje v tujini ustvarilo več kot 70 % vseh poslovnih prihodkov, in vrednost nič, če je podjetje v tujini ustvarilo manj kot 70 % vseh poslovnih prihodkov.

Že izbrana meja 70 % nakazuje, da so slovenska proizvodna podjetja močno izvezno naravnana, kar je logična posledica majhnosti slovenskega gospodarskega prostora in vključenosti Slovenije v evropski gospodarski prostor. Slika 50 v nadaljevanju prikazuje povprečno strukturo prihodkov glede na trge, na katerih jih podjetja ustvarjajo. V povprečju vzorčena podjetja na drugih trgih ustvarijo manj kot 20 % svojih prihodkov. Ostalo ustvarijo na domačem (nekaj manj kot 40 %) in evropskem trgu (nekaj več kot 40 %). Opazimo lahko vztrajno povečevanje prisotnosti slovenskih proizvodnih podjetij na trgih EU, kar je posledica priključitve Slovenije EU in vstopa v evropsko monetarno unijo.

Slika 50: Povprečna struktura prihodkov vzorčenih podjetij glede na trge, na katerih so ustvarjeni



Vir: Prirejeno po GVIN-u.

Negativna povezava med izvezno naravnostjo in donosnostjo bi nakazovala, da je izpostavljenost mednarodnim ekonomskim šokom za podjetja večja in da gre razlog za slabše poslovanje izvoznikov v opazovanem obdobju pripasati predvsem finančno-gospodarski krizi. Raziskava (Cirman, Koman, Prašnikar, Valentinčič & Voje, 2009), ki analizira vpliv finančno-gospodarske krize na slovenska izvozna podjetja, zaključuje, da so v začetku poslovnega leta 2009 podjetja, ki v primerjavi z ostalimi podjetji na tujih trgih

ustvarijo več svojih prihodkov, napovedala tudi večji upad izvoza. Ker pa v modelu analiziramo vpliv izvozne naravnosti na uspešnost vzorčenih podjetij v letih 2006–2009, dopuščamo možnost, da je izvozna naravnost vzorčenih podjetij pred upočasnitvijo svetovnih trgovinskih tokov pozitivno vplivala na uspešnost vzorčenih podjetji. Na mednarodnih trgih uspešneje konkurirajo uspešnejša podjetja, kar lahko na dolgi rok pozitivno vpliva tudi na donosnost bolj izvozno naravnanih podjetji.

X₁₁: Velikost podjetja je desetiški logaritem od čistih poslovnih prihodkov v določenem letu. Logaritem smo uporabili zato, ker med podjetji obstajajo velike razlike med velikostjo ustvarjenih letnih prihodkov. Velikost podjetja, določena s poslovnimi prihodki, je primernejša mera velikosti kot število zaposlenih ali velikost bilančne vsote, saj omogoča primerjavo podjetij znotraj industrije ne glede na to, kakšen poslovni model uporablja posamezno podjetje. Velikost podjetja vpliva najprej na dobičkonosnost zaradi ekonomij obsega, večja podjetja pa imajo dostop tudi do cenejših virov financiranja.

X₁₂: Tehnični čas je opredeljen kot spremenljivka, ki ima v letu 2006 vrednost $-1,5$, v letu 2007 vrednost $-0,5$, v letu 2008 vrednost $0,5$ in v letu 2009 vrednost $1,5$. Časovna spremenljivka, opredeljena v obliki tehničnega časa, v regresijskem modelu ponazarja vpliv časovnega linearnega trenda.

5.2 Analiza splošnega modela

V tem poglavju bomo predstavili vpliv finančnih neodvisnih spremenljivk na pet proučevanih odvisnih spremenljivk. Kot osnovni model smo zaradi najvišje vrednosti R^2 opredelili model z odvisno spremenljivko profitna marža in z njim primerjali ostale štiri modele in vpliv finančnih spremenljivk nanje. Najprej primerjamo rezultate analize vpliva finančnih spremenljivk v osnovnem modelu (model 1, z odvisno spremenljivko profitna marža) z rezultati pri modelih z drugima dvema sestavinama DuPontove analize – ROE (model 2) in ROA (model 3). V naslednjem koraku primerjamo rezultate osnovnega modela še z rezultati modelov EBIT marže (model 4) in EBITDA marže (model 5).

Predstavili bomo tudi vpliv neodvisnih spremenljivk, povezanih z lastniško strukturo na pet omenjenih odvisnih spremenljivk, nato pa še vpliv tehničnih neodvisnih spremenljivk na pet istih odvisnih spremenljivk. Kot bo razvidno, ostajajo rezultati konsistentni v vseh petih modelih (izjemoma le pri modelu z odvisno spremenljivko EBITDA marža v primeru vpliva prevladujočega lastništva finančnih podjetij nismo dobili statistično značilnega negativnega vpliva).

V besedilu se osredotočamo na interpretacijo vpliva posameznih kategorij pojasnjevalnih spremenljivk na obravnavanih pet odvisnih spremenljivk, v prilogah (Priloge 2–6) pa se nahajajo statistični izpisi in podrobnejši statistični komentar vsakega modela. Dodatno so v besedilu razložene tudi posamezne neodvisne spremenljivke, vključene v modele, na koncu pa je tabela s povzetkom vseh petih modelov.

5.2.1 Vpliv finančnih spremenljivk I: analiza osnovnega modela

Rezultati regresijske analize osnovnega modela kažejo, da imajo vse v model vključene finančne spremenljivke, razen finančnih naložb, statistično značilen vpliv na profitno maržo. Z našimi predvidevanji so skladni tudi predznaki vseh statistično značilnih pojasnjevalnih spremenljivk. Na podlagi ocen parcialnih regresijskih koeficientov trdimo, da stopnja zadolženosti in povečanje tveganja refinanciranja negativno vplivata na profitno maržo, pozitiven odstotek neto investicij v opredmetena osnovna sredstva in zaostajanje rasti plač za rastjo prihodkov pa na profitno maržo vplivata pozitivno.

Vsaka dodatna odstotna točka dolga v celotnih virih sredstev v povprečju pomeni manjšo profitno maržo za 0,104 odstotne točke, pri čemer vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostanejo nespremenjene. Povečanje koeficienta pokritosti dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri (tveganje refinanciranja) za 0,01 zmanjša profitno maržo za 0,017 odstotne točke, ceteris paribus. Za vpliv investicij v osnovna sredstva velja, da vsaka dodatna odstotna točka investiranja v opredmetena sredstva poveča profitno maržo v povprečju za 0,053 odstotne točke, ceteris paribus. Ravno tako lahko z zanemarljivo stopnjo tveganja trdimo, da imajo podjetja, kjer rast plač zaostaja za rastjo produktivnosti, v povprečju za 1,44 odstotne točke višjo profitno maržo (Tabela 12).

Tabela 12: Vpliv spremenljivk finančnega obnašanja na profitno maržo

Osnovni MODEL: Profitna marža	
Finančne spremenljivke	β in stopnja značilnosti
Stopnja zadolženosti (X_1)	-0,104

Tveganje refinanciranja (X_2)	-1,679
	*
Odstotek neto investicij (X_3)	0,053

Odstotek finančnih naložb (X_4)	0,021
Rast plač in prihodkov (X_5)	1,446

* stopnja tveganja 5%, ** stopnja tveganja 1 %, *** stopnja tveganja 0,1 %

Vir: Prirejeno po GVIN-u in Vprašalniku.

5.2.2 Vpliv finančnih spremenljivk II: primerjava rezultatov osnovnega modela z modeloma ROE in ROA

Povečanje tveganja z naslova refinanciranja vpliva negativno na ROE, saj bi povečanje kazalnika pokritosti dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri za 0,01 v povprečju pomenilo zmanjšanje ROE za približno 0,1 odstotne točke. Pozitiven vpliv na ROE imajo neto investicije v opredmetena sredstva ter počasnejša rast plač v primerjavi z rastjo

produktivnosti dela. Podjetja, pri katerih plače ne prehitujejo rasti produktivnosti dela, v povprečju beležijo kar 5,2 odstotka višji ROE, ceteris paribus. Na podlagi regresijske analize ne moremo trditi, da stopnja zadolženosti vpliva na ROE, kar je v nasprotju z modeloma, ki opazujeta vpliv te neodvisne spremenljivke na odvisni spremenljivki profitno maržo in ROA (Tabela 13).

Tudi Berk (2005) v raziskavi ugotavlja, da zadolženost ne vpliva na ROE slovenskih podjetij. V raziskavi je analiziral vpliv povečanega zadolževanja slovenskih javnih delniških družb na ceno delnic na Ljubljanski borzi in na njihovo dolgoročno donosnost. Avtor zaključuje, da ima učinkovitost obračanja sredstev ključen vpliv na ROE. Raziskava se sicer nanaša še na obdobje, ko so bila slovenska proizvodna podjetja v primerjavi z njihovimi evropskimi konkurenti še značilno manj zadolžena. Pri trenutni stopnji zadolženosti in posebnostih domače prakse korporativnega upravljanja pa se zdi smiselno predvsem vprašanje, ali sploh obstaja razlika med stroškom dolžniškega financiranja in stroškom lastniškega kapitala.

Vpliv spremenljivk finančnega obnašanja na učinkovitost izrabe produkcijskih sredstev (ROA) je enak kot pri modelu z odvisno spremenljivko profitna marža. Stopnja zadolženosti in povečevanje kratkoročnega dolga negativno vplivata na ROA. Z zanemarljivo stopnjo tveganja lahko trdimo, da vsaka dodatna odstotna točka dolga v celotnih virih financiranja v povprečju povzroči zmanjšanje ROA za 0,061 odstotne točke, pri čemer vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostanejo nespremenjene. Povečanje kazalca pokritosti dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri za 0,01 pa pomeni zmanjšanje ROA za 0,03 odstotne točke, ceteris paribus. Kot pri profitni marži tudi za odvisno spremenljivko ROA velja, da je vpliv neto investicij v opredmetena sredstva v opazovanem obdobju pozitiven. Rezultati regresijske analize namreč kažejo, da je vsaka dodatna odstotna točka investiranja v opredmetena sredstva povečala donosnost sredstev v povprečju za 0,045 odstotne točke, ceteris paribus. Na ROA je pozitivno vplivala tudi hitrejša rast prihodkov iz poslovanja v primerjavi z rastjo plač zaposlenih. Ugotavljamo, da so imela takšna podjetja v povprečju donosnost sredstev višjo za 2,071 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene (Tabela 13).

Tabela 13: Primerjava rezultatov osnovnega modela z modeloma ROE in ROA

Model	Profitna marža	ROE	ROA
<i>Finančne spremenljivke</i>	<i>β in stopnja značilnosti</i>		
Stopnja zadolženosti (X_1)	-0,104	-0,044	-0,061
	***		***
Tveganje refinanciranja (X_2)	-1,679	-10,364	-3,025
	*	***	**
Odstotek neto investicij (X_3)	0,053	0,163	0,045
	***	***	***
Odstotek finančnih naložb (X_4)	0,021	-0,054	0,016
Rast plač in prihodkov (X_5)	1,446	5,215	2,071
	***	***	***

* stopnja tveganja 5 %, ** stopnja tveganja 1 %, *** stopnja tveganja 0,1 %

Vir: Prirejeno po GVIN-u in Vprašalniku.

5.2.3 Vpliv finančnih spremenljivk III: primerjava rezultatov osnovnega modela z modeloma EBIT in EBITDA marža

Zadolženost je negativno vplivala na EBIT maržo, neto investicije v opredmetena sredstva in hitrejša rast produktivnosti v primerjavi z rastjo plač zaposlenih pa pozitivno. Razen spremenljivke tveganja refinanciranja, ki ni statistično značilna, ostale pojasnjevalne spremenljivke finančnega obnašanja na EBIT maržo vplivajo z istim predznakom kot na profitno maržo. Za vpliv zadolženosti na EBIT maržo velja, da vsaka dodatna odstotna točka dolga v celotnih virih sredstev v povprečju pomeni nižjo profitno maržo za 0,081 odstotne točke, ceteris paribus. Nasprotno vsaka dodatna odstotna točka investiranja v opredmetena sredstva EBIT maržo v povprečju poveča za 0,036 odstotne točke. Pri zanemarljivi stopnji tveganja še ugotavljamo, da imajo podjetja, kjer rast plač zaostaja za rastjo prihodkov, v povprečju za 1,647 odstotne točke višjo profitno maržo, ceteris paribus (Tabela 14).

V zadnjem modelu smo za odvisno spremenljivko uporabili EBITDA maržo. Ker je denarni tok iz poslovanja v primerjavi s čistim dobičkom in kategorijo EBIT glede na gospodarske razmere vidno manj variabilna kategorija (glej Slika 29 na strani 34), je R^2 pričakovano nekoliko nižji. Enako kot pri profitni marži in EBIT marži sta statistično značilna negativen vpliv stopnje zadolženosti in pozitivna povezava med EBIT maržo in hitrejšo rastjo prihodkov v primerjavi s stroški dela. Vsaka dodatna odstotna točka dolga v celotnih virih sredstev v povprečju pomeni manjšo EBITDA maržo za 0,132 odstotne točke, pri čemer vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostanejo nespremenjene. Nasprotno pa za podjetja, kjer je rast plač zaostajala za rastjo produktivnosti dela, velja, da v povprečju realizirajo za 1,414 odstotne točke višjo EBITDA maržo, ceteris paribus.

Ostali, sicer statistično značilni, vplivi finančnih spremenljivk so nekoliko drugačni od naših začetnih predvidevanj. Rezultati regresijske analize namreč kažejo, da povečanje tveganja iz refinanciranja in večji odstotek finančnih naložb v opazovanem obdobju pozitivno vplivata na EBITDA maržo vzorčenih podjetji. Model z odvisno spremenljivko EBITDA marža je edini, kjer je neodvisna spremenljivka odstotek finančnih naložb statistično značilna s pozitivnim predznakom. To nakazuje na obratno vzročnost: več denarnega toka iz poslovanja ustvarja možnosti za investiranje presežkov v finančne naložbe (Tabela 14).

Tabela 14: Primerjava rezultatov osnovnega modela z modeloma EBIT in EBITDA marža

Model	Profitna marža	EBIT marža	EBITDA marža
<i>Finančne spremenljivke</i>	<i>β in stopnja značilnosti</i>		
Stopnja zadolženosti (X_1)	-0,104	-0,081	-0,132
	***	***	***
Tveganje refinanciranja (X_2)	-1,679	-0,173	2,605
	*		*
Odstotek neto investicij (X_3)	0,053	0,036	0,015
	***	**	
Odstotek finančnih naložb (X_4)	0,021	0,016	0,051
			**
Rast plač in prihodkov (X_5)	1,446	1,647	1,414
	***	***	**

* stopnja tveganja 5%, ** stopnja tveganja 1 %, *** stopnja tveganja 0,1 %

Vir: Prirejeno po GVIN-u in Vprašalniku.

5.2.4 Vpliv lastniške strukture na posamezne kategorije donosnosti

Z zanemarljivo stopnjo tveganja lahko trdimo, da ima tako državno kot tudi prevladujoče lastništvo finančnih podjetij (razen modela z odvisno spremenljivko EBITDA marža) statistično značilen negativen vpliv na vse opazovane kategorije donosnosti. Obenem pa na podlagi testnih statistik ne moremo trditi, da je to, ali je imelo podjetje domače ali tuje lastnike, vplivalo na njegovo donosnost. Tudi v primeru podjetij s prevladujočimi notranjimi lastniki smo dobili statistično neznačilne rezultate (Tabela 15).

Tabela 15: Vpliv lastniške strukture na kategorije donosnosti

Prevladujoči lastniški blok		Tuji lastniki (X ₆)	Notranji lastniki (X ₇)	Državno lastništvo (X ₈)	Lastništvo finančnih podjetij (X ₉)
Profitna marža	β	0,160	-0,707	-5,311	-2,174
	Stopnja tveganja			***	***
ROE	β	0,181	-2,504	-12,337	-6,419
	Stopnja tveganja			***	***
ROA	β	0,531	-0,840	-6,532	-3,225
	Stopnja tveganja			***	***
EBIT marža	β	0,314	-0,400	-6,233	-2,073
	Stopnja tveganja			***	**
EBITDA marža	β	0,354	0,152	-4,976	-1,144
	Stopnja tveganja			***	

** stopnja tveganja 1 %, *** stopnja tveganja 0,1 %

Vir: Prirejeno po GVIN-u in Vprašalniku.

Kazalnika ROE in ROA sta v podjetjih, kjer kot pomembnejši lastnik nastopa država, v povprečju za 12,3 in 6,5 odstotne točke nižja kot v ostalih podjetjih. Še zanimiveje je, da podjetja v neposredni ali posredni državni lasti beležijo tudi slabše poslovne rezultate, in sicer nižjo profitno maržo za 5,3 odstotne točke, EBIT maržo za 6,2 odstotne točke in EBITDA maržo za 5 odstotnih točk v primerjavi s podjetji, ki niso v državni lasti.

Skupina podjetij s prevladujočim lastništvom finančnih holdingov v povprečju beleži za 6,5 odstotne točke nižji ROE ter za 3,2 odstotne točke nižji ROA. Lastništvo finančnih podjetij negativno vpliva tudi na profitno maržo in EBIT maržo, na podlagi t-testa pa ne moremo trditi, da ta podjetja beležijo tudi nižjo EBITDA maržo.

5.2.5 Vpliv tehničnih spremenljivk na kategorije donosnosti

Neodvisna spremenljivka *izvozna naravnost* (X₁₀), ki v regresijski model vključuje vpliv izvozne naravnosti na opazovane kategorije donosnosti, je pri vseh modelih statistično neznačilna. Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je trg, na katerem so podjetja ustvarila večino svojih prihodkov, vplival na katerokoli opazovano odvisno spremenljivko.

Neodvisna spremenljivka *velikost podjetja* (X₁₁), ki je v regresijskem modelu opredeljena kot desetiški logaritem prihodkov podjetja, je pri vseh opazovanih kategorijah donosnosti statistično značilna. Tako lahko pri zanemarljivi stopnji tveganja sklepamo, da je povečanje poslovnih prihodkov v vsakem izmed proučevanih modelov povzročilo povečanje odvisne spremenljivke, vse ostale pojasnjevalne spremenljivke pa so ostale nespremenjene. Povečanje poslovnih prihodkov je najbolj vplivalo na povečanje ROE, in sicer je povečanje poslovnih prihodkov za 1 % v povprečju povzročilo povečanje ROE za nekaj več kot 0,04 odstotne točke (Tabela 16).

Tabela 16: Vpliv velikosti podjetja na kategorije donosnosti

Model	β_{11}	Stopnja tveganja
Profitna marža	2,173	***
ROE	4,268	**
ROA	3,071	***
EBIT marža	3,271	***
EBITDA marža	1,801	**

** stopnja tveganja 1 %, *** stopnja tveganja 0,1 %

Vir: Prirejeno po GVIN-u in Vprašalniku.

Neodvisna spremenljivka *tehnični čas* (X_{12}) v regresijsko analizo vključuje vpliv splošnih gospodarskih pogojev, ki se v času spreminjajo. Spremenljivka je pri vseh modelih, razen pri EBITDA marži, statistično značilna. Pri profitni marži, ROA, ROE in EBIT marži lahko na podlagi t-testa pri nizki stopnji tveganja trdimo, da so se zaradi zaostrenih gospodarskih razmer v obdobju 2006–2009 vse omenjene kategorije donosnosti zmanjševale, predvsem v zadnjih dveh letih proučevanega obdobja (Tabela 17).

Tabela 17: Vpliv časa na kategorije donosnosti

Model	β_{12}	Stopnja tveganja
Profitna marža	-0,889	***
ROE	-1,623	**
ROA	-0,769	**
EBIT marža	-0,638	**
EBITDA marža	-0,370	

** stopnja tveganja 1 %, *** stopnja tveganja 0,1 %

Vir: Prirejeno po GVIN-u in Vprašalniku.

5.2.6 Rezultati analize vseh petih odvisnih spremenljivk

Tabela 18 na naslednji strani prikazuje podobnosti in razlike med petimi proučevanimi splošnimi modeli. Na podlagi multiplega determinacijskega koeficienta ugotavljamo, da splošni model najboljše pojasnjuje variiranje profitne marže, sledijo ROE, ROA, EBIT marža in EBITDA marža. Ker smo pri vseh modelih dobili relativno visoko vrednost R^2 , lahko sklepamo, da modeli dobro pojasnjujejo opazovane spremenljivke. Enako lahko sklepamo na podlagi F-testov, ki so pri vseh splošnih modelih statistično značilni (za natančnejše rezultate regresijske analize glej Priloge 2–6).

Tabela 18: Predstavitev rezultatov regresijske analize splošnega modela za vseh pet odvisnih spremenljivk

	Profitna marža (Model 1)			ROE (Model 2)			ROA (Model 3)			EBIT marža (Model 4)			EBITDA marža (Model 5)		
	0,287			0,208			0,190			0,182			0,163		
R ²	I	II	III	I	II	III	I	II	III	I	II	III	I	II	III
Stopnja zadolženosti (X ₁)	1.	-	***	10.	-		6.	-	***	3.	-	***	1.	-	***
Tveganje refinanciranja (X ₂)	8.	-	*	4.	-	***	8.	-	**	12.	-		6.	+	*
Odstotek neto investicij (X ₃)	3.	+	***	1.	+	***	5.	+	***	5.	+	**	9.	+	
Odstotek finančnih naložb(X ₄)	9.	+		9.	-		10.	+		8.	+		5.	+	**
Rast plač in prihodkov(X ₅)	6.	+	***	3.	+	***	4.	+	***	4.	+	***	4.	+	**
Tuji lastniki (X ₆)	11.	+		11.	+		11.	+		11.	+		10.	+	
Notranji lastniki (X ₇)	10.	-		8.	-		9.	-		10.	-		12.	+	
Državno lastništvo (X ₈)	2.	-	***	2.	-	***	1.	-	***	1.	-	***	2.	-	***
Lastništvo finančnih podjetij (X ₉)	7.	-	***	5.	-	***	3.	-	***	7.	-	**	8.	-	
Izvozna naravnost (X ₁₀)	12.	-		12.	+		12.	+		9.	-		11.	+	
Velikost podjetja(X ₁₁)	5.	+	***	7.	+	**	2.	+	***	2.	+	***	3.	+	**
Tehnični čas (X ₁₂)	4.	-	***	6.	-	**	7.	-	**	6.	-	**	7.	-	

Legenda:

I – zaporedna številka glede na moč povezanosti med odvisno in neodvisno spremenljivko

II – smer povezanosti med odvisno in neodvisno spremenljivko

III – stopnja značilnosti: * 5 %, ** 1 %, *** 0,1 %

Vir: Prirejeno po GVIN-u in Vprašalniku.

5.3 Model navzkrižnega vpliva finančno-gospodarske krize

Ob pregledu rezultatov regresijske analize osnovnega modela smo spoznali, da vpliva nekaterih finančnih spremenljivk v opazovanem obdobju zaradi drastičnih sprememb gospodarskih razmer ni mogoče opazovati v obliki linearne regresijske funkcije. Z naslednjim modelom želimo zato pokazati, da so nekatere finančne odločitve v času gospodarske ekspanzije pozitivno vplivale na donosnost, z nastopom finančno-gospodarske krize pa toliko bolj poslabšale uspešnost podjetja. To naj bi veljalo zlasti za finančne naložbe. Podobno se sprašujemo tudi, ali je zadolženost pred nastopom finančno-gospodarske krize pozitivno vplivala na uspešnost podjetij. V prejšnjem modelu se je namreč izkazalo, da je neto vpliv zadolženosti podjetij negativen v celotnem proučevanem obdobju 2006–2009.

V nadaljevanju bomo tako analizirali navzkrižni vpliv zadolženosti in finančnih naložb na odvisno spremenljivko profitna marža. Splošna oblika modela navzkrižnega vpliva finančno-gospodarske krize (model 6) je prikazana v enačbi (15).

$$\text{Profitna marža}' = \alpha + \beta_1 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} + \beta_2 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} \cdot D + \beta_3 \cdot \text{stopnja zadolženosti} + \beta_4 \cdot \text{stopnja zadolženosti} \cdot D \quad (15)$$

Navzkrižni vpliv smo zajeli s časovno spremenljivko **Kriza**, ki je opredeljena kot dummy spremenljivka (**D**) z vrednostjo nič v času gospodarske rasti (2006 in 2007) in vrednostjo ena v času finančno-gospodarske krize (2008 in 2009). Gre za podoben koncept kot pri spremenljivki tehnični čas, le da so leta razdeljena v dve skupini glede na obdobje ugodnih in neugodnih gospodarskih razmer.

5.3.1 Neodvisne spremenljivke

Spremenljivko **stopnja zadolženosti** (**X₁**) smo z enačbo (11) že opredelili kot razmerje med celotnim dolgom in celotnimi viri sredstev. Rezultati prejšnjih modelov kažejo, da zadolženost podjetja negativno vpliva na vse opazovane kategorije donosnosti (razen na ROE). Tokrat nas zanima, ali je zadolženost podjetja na donosnost podjetja pred nastopom finančno-gospodarske krize vplivala drugače. Pričakujemo, da bo v obdobju 2008–2009 negativni vpliv dolga na profitno maržo višji.

Spremenljivka **odstotek finančnih naložb** (**X₂**) je opredeljena kot delež finančnih naložb v sredstvih podjetja. Za potrebe navzkrižnega modela smo nekoliko prilagodili opredelitev »finančnih naložb«, in sicer smo kratkoročnim ter dolgoročnim finančnim naložbam prišteli še naložbene nepremičnine, kot prikazuje enačba (16).

$$\text{Odstotek finančnih naložb} = \frac{\text{finančne naložbe} + \text{naložbene nepremičnine}}{\text{sredstva}} \quad (16)$$

Ker se spremenljivka odstotek finančnih naložb v predhodnih modelih ni izkazala za statistično značilno, bomo preizkusili, ali gre pri vplivu finančnih naložb na uspešnost podjetja morda za preobrat v smer vpliva glede na splošne gospodarske razmere. Predvidevamo, da so investicijske aktivnosti na finančnih in nepremičninskih trgih v

obdobju ekspanzije pozitivno vplivale na profitno maržo. Zaradi zloma na teh trgih v letih 2008 in 2009 pa pričakujemo, da večji delež finančnih naložb v sredstvih podjetja negativno vpliva na donosnost podjetja v času finančno-gospodarske krize.

5.3.2 Rezultati modela navzkrižnega vpliva finančno-gospodarske krize

Tudi pri modelu navzkrižnega vpliva finančno-gospodarske krize smo dobili relativno visoko vrednost R^2 , na podlagi česar lahko trdimo, da variiranje v model vključenih neodvisnih spremenljivk pojasnjuje 21,2 % variabilnosti profitne marže (podrobnejše rezultate analize vsebuje Priloga 7).

Ugotavljamo, da je vpliv obeh spremenljivk statistično značilen, rezultati pa potrjujejo tudi prej postavljeni hipotezi. Izkazalo se je, da je zadolženost v času finančno-gospodarske krize pospešeno poslabševala uspešnost podjetij, pri finančnih naložbah pa gre celo za obrat v smer vpliva. Enačba (17) prikazuje rezultate modela.

$$\text{Profitna marža}'' = 7,906 + 0,070 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} - 0,117 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} \cdot D - 0,100 \cdot \text{stopnja zadolženosti} - 0,026 \cdot \text{stopnja zadolženosti} \cdot D \quad (17)$$

V nadaljevanju bomo rezultate regresijske analize obravnavali ločeno za obdobji 2006–2007 in 2008–2009. Priloga 7 vključuje natančnejšo statistično interpretacijo rezultatov.

V času pred krizo (2006–2007) so finančne naložbe v sredstvih pozitivno vplivale na profitno maržo, in sicer je vsaka dodatna odstotna točka finančnih naložb v sredstvih povečala profitno maržo v povprečju za 0,070 odstotne točke, pri čemer je stopnja zadolženosti ostala nespremenjena. V tem obdobju je vsaka dodatna odstotna točka zadolženosti zmanjšala profitno maržo v povprečju za 0,100 odstotne točke, pri čemer je odstotek finančnih naložb ostal nespremenjen. Obe trditvi držita pri zanemarljivi stopnji tveganja.

V času krize (2008–2009) se je smer povezanosti med finančnimi naložbami in profitno maržo spremenila. Vsaka dodatna odstotna točka finančnih naložb v sredstvih je profitno maržo v povprečju zmanjšala za 0,047 odstotne točke, pri čemer je stopnja zadolženosti ostala nespremenjena. Odstotek zadolženosti je imel enako smer povezanosti kot pred krizo, vendar je imela zadolženost v krizi večji vpliv. Vsaka dodatna odstotna točka je povzročila upad profitne marže v povprečju za 0,126 odstotne točke, pri čemer je odstotek finančnih naložb v sredstvih ostal nespremenjen. Obe trditvi lahko sprejmemo pri zanemarljivi stopnji tveganja.

5.4 Model z odlogom

Pri predstavitvi osnovnega modela smo opozorili na možnost, da med odvisno spremenljivko in nekaterimi pojasnjevalnimi spremenljivkami obstaja obratna vzročna povezava. Pri neto investicijah, finančnih naložbah ter pri primerjavi rasti plač z rastjo prihodkov smo opozorili na možnost, da so ti dejavniki pozitivno povezani s preteklo uspešnostjo vzorčenih podjetji. Logika takega razmišljanja izhaja iz dejstva, da več denarnega toka iz preteklih obdobj podjetju omogoča povečano investicijsko in naložbeno

aktivnost ali pa celo izplačevanje višjih plač v prihodnosti. Splošni model (model 1) smo zato dodatno nadgradili z neodvisno spremenljivko Y_{-1} , ki smo jo poimenovali Podedovana uspešnost, ki je predstavljena v nadaljevanju.

5.4.1 Neodvisne spremenljivke

X_{13} : Podedovana uspešnost je neodvisna spremenljivka, opredeljena kot vrednost odvisne spremenljivke z enoletnim zamikom. Predvidevamo, da na kategorijo uspešnosti poleg že vključenih dvanajstih neodvisnih spremenljivk vpliva tudi pretekla uspešnost podjetja, ki je posledica drugih dejavnikov, ki niso neposredno zajeti v analizo.

5.4.2 Rezultati modela z odlogom in primerjava z osnovnim modelom

Pri modelu z odlogom (model 7) se je R^2 povečal na 53,2 %, kar je za 24,5 odstotne točke več od R^2 pri osnovnem modelu (model 1), ki trinajste pojasnjevalne spremenljivke ne vključuje. Iz tega sledi, da lahko profitni marži z odlogom pripišemo eno četrtno pojasnjene uspešnosti tekočega poslovanja. Priloga 8 vključuje natančnejši opis modela in interpretacijo njegovih rezultatov.

V povezavi z novo vključeno spremenljivko ugotavljamo, da je vsaka dodatna odstotna točka profitne marže v predhodnem letu profitno maržo v tekočem letu v povprečju povečala za 0,461 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Trditev lahko sprejmemo pri zanemarljivi stopnji tveganja.

V primerjavi z osnovnim modelom brez trinajste neodvisne spremenljivke (model 1) vsi izračunani koeficienti (razen koeficienta pojasnjevalne spremenljivke tveganje refinanciranja) neodvisnih spremenljivk ostajajo statistično značilni in ne spremenijo predznakov (Tabela 19).

Tabela 19: Primerjava rezultatov osnovnega modela in model z odlogom

Model	Profitna marža	Model z odlogom
<i>Odvisne spremenljivke</i>	<i>β in stopnja značilnosti</i>	
Stopnja zadolženosti (X_1)	-0,104 ***	-0,054 ***
Tveganje refinanciranja (X_2)	-1,679 *	-1,097
Odstotek neto investicij (X_3)	0,053 ***	0,026 **
Odstotek finančnih naložb (X_4)	0,021	0,002
Rast plač in prihodkov (X_5)	1,446 ***	1,090 ***
Tuji lastniki (X_6)	0,160	0,240
Notranji lastniki (X_7)	-0,707	-0,405
Državno lastništvo (X_8)	-5,311 ***	-2,456 ***
Lastništvo finančnih podjetij (X_9)	-2,174 ***	-1,273 **
Izvozna naravnost (X_{10})	-0,079	-0,121 *
Velikost podjetja (X_{11})	2,173 ***	1,210 **
Tehnični čas (X_{12})	-0,889 ***	-0,766 ***
Podedovana uspešnost (X_{13})	/	0,461 ***

Vir: Prirejeno po GVIN-u in Vprašalniku.

SKLEP

V magistrski nalogi smo obširno analizirali obnašanje slovenskih proizvodnih podjetij v obdobju 2006–2009. V prvem poglavju smo pregledali raziskave različnih avtorjev, ki so se s tematiko obnašanja in poslovanja slovenskih podjetij ukvarjali že v preteklosti. Njihove ugotovitve so, da praksa vodenja in upravljanja slovenskih podjetij še vedno odstopa od prakse razvitih držav. Glavni razlog je v neustreznem finančnem okolju, ki je posledica posebne oblike privatizacije slovenskega gospodarstva. Posledično podjetja ne sledijo nekaterim temeljnim neoklasičnim načelom, kot je maksimizacija vrednosti podjetja, kar se odraža v neoptimalni lastniški strukturi, izkoriščanju podjetij za lastne interese zaposlenih in nekonkurenčnosti na mednarodnem trgu.

V drugem poglavju smo obravnavali glavne dogodke v slovenskem gospodarskem prostoru od osamosvojitve leta 1991 do leta 2010. Prikazali smo razvoj slovenskega finančnega okolja in gospodarsko gibanje od leta 2001, pri čemer je poudarek na obdobju 2006–2009, saj se nanj nanaša tudi regresijska analiza. Ugotovili smo, da se je trend zadolževanja slovenskega gospodarstva začel že kmalu po začetku novega tisočletja in je do leta 2009 skoraj že ujel raven držav EU 16. Ob nastopu finančno-gospodarske krize, ki je slovenska podjetja prizadela v drugi polovici leta 2008, je bila ravno visoka zadolženost eden izmed ključnih dejavnikov počasnega okrevanja.

V tretjem poglavju smo analizirali 60 finančnih vprašalnikov, ki smo jih poslali v proučevana proizvodna podjetja. Ugotovili smo, da se je z nastopom finančno-gospodarske krize plačilna disciplina še dodatno zaostila. Strošek komercialnega kredita smo ocenili na kar 27,7 %, metode ocenjevanja investicij pa še vedno ne dosegajo prakse razvitejših držav. Zaznali smo percepcijo menedžerjev o relativno nizkem strošku lastniškega kapitala, kar je posledično vodilo k nizkemu povprečnemu strošku kapitala. Ta je za obravnavana podjetja znašal 10,7 %. Ugotavljamo, da model CAPM med slovenskimi finančniki še vedno ni našel pravega mesta. Na podlagi dejanskih stopenj zadolženosti in stopenj, ki so zaželeni s strani finančnih menedžerjev, lahko trdimo, da se podjetja zavedajo svojega prevelikega finančnega vzvoda, vendar pa notranji lastniški kapital in dolgoročna bančna posojila kljub temu ostajata daleč najprivlačnejša vira financiranja za vzorčena podjetja. Pri finančnih odločitvah ostaja vprašanje dolgoročnega preživetja še vedno poglavitno finančno načelo, pri čemer je maksimizacija vrednosti delnice na nizkem, predzadnjem mestu.

V četrtem poglavju smo na podlagi finančnih izkazov 204 velikih slovenskih proizvodnih podjetij ugotavljali, kako so poslovala v obdobju 2006–2009. Ugotavljamo, da je kriza podjetja prizadela v drugi polovici leta 2008, saj so vsi kazalniki dobičkonosnosti močno upadli. Zanimivo je tudi to, da so se poslovni prihodki v letu 2008 v primerjavi z letom 2007 vseeno nekoliko povečali. V letu 2007 smo zaznali porast deleža finančnega dolga in upad deleža poslovnega dolga, pri čemer je finančni dolg v večji meri kratkoročne zapadlosti. Predvidevamo, da so podjetja najemala finančni dolg zaradi velikega upada poslovnih prihodkov in počasnejšega unovčevanja terjatev.

V petem poglavju smo razvili regresijski model, s katerim smo želeli ugotoviti, kateri dejavniki so v obdobju 2006–2009 najbolj vplivali na dobičkonosnost obravnavanih podjetij. Glavne ugotovitve so, da je stopnja zadolženosti vplivala negativno. Enak vpliv je imela tudi uporaba kratkoročnih virov financiranja. Investiranje v osnovna sredstva je imelo pozitiven vpliv, državno lastništvo in lastništvo finančnih podjetij pa močno negativnega. Dodatni regresijski model je nato pokazal, da so finančne naložbe v času ekonomske ekspanzije povečevale dobiček, v času krize pa so ga zmanjševale. Stopnja zadolženosti je ves čas delovala negativno na dobiček, večji vpliv pa je imela zlasti v času krize. Ugotovili smo še, da je pretekla uspešnost prispevala k 25 % sedanje uspešnosti, 75 % pa je posledica drugih dejavnikov.

Na koncu sklepa odgovarjamo še na uvodni vprašanji. Prvič, med finančno prakso slovenskih proizvodnih podjetij in ekonomsko teorijo še vedno prihaja do odstopanj. Ključna ugotovitev je, da je osrednji cilj neoklasične ekonomske teorije, tj. maksimiranje vrednosti premoženja, ki so ga lastniki vložili v podjetje, še vedno potisnjen močno v ozadje. S pomočjo ankete smo ugotovili, da ga finančni menedžerji na lestvici 7 ciljev uvrščajo na predzadnje mesto. Drugič, v obravnavanem obdobju 2006–2009 bi nižja zadolženost in večje investiranje v osnovni kapital pripomogla k uspešnejšemu poslovanju in boljši pripravljenosti na krizne razmere.

LITERATURA IN VIRI

1. Andritzky, J. R. (2007). *Capital Market development in a Small Country: The Case of Slovenia*. Washington: International Monetary Fund.
2. Bank of Slovenia. (2010). *Financial stability report*. Ljubljana: Bank Of Slovenia.
3. Banka Slovenije. (2007). *Poročilo o poslovanju bank in gibanja na kapitalskem trgu*. Ljubljana: Banka Slovenije.
4. Banka Slovenije. (2008). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
5. Banka Slovenije. (2010a). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
6. Banka Slovenije. (2010b). *Stabilnost slovenskega bančnega sistema*. Ljubljana: Banka Slovenije.
7. Bergant, Ž. (1996). Slovenski kodeks poslovnofinančnih načel. *Revizor*, 7(5), 72–85.
8. Berk, A. (2003). Addressing the inability to pay and restructuring of financially distressed enterprises in Slovenia. *Economic and Business Review*, 5(4), 255–283.
9. Berk, A. (2005). *Drivers of leverage in Slovene blue-chip firms and stock performance following substantial debt increases*. Najdeno 20. januarja 2011 na spletnem naslovu http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti/wp/debt_WP_EF_BERK_za%20objavo.pdf
10. Bohinc, R., & Bainbridge, S. (2001). Corporate Governance in Post-Privatized Slovenia. *The American Journal of Comparative Law*, 49(1), 49–77.
11. Böhm, A. (1999). *Management and privatization of residual state property: the corporate governance implications: the experiences of the Czech Republic, Hungary, Poland and Slovenia*. Ljubljana: CEEP. N.
12. Brealey, R. A., & Myers, S. A. (1997). *Principals of corporate finance*. New York: McGraw-Hill.
13. Brigham, E. F. (2004a). *Fundamentals of financial management* (10th ed.). Thomson South Western.
14. Brigham, E. F. (2004b). *Intermediate of financial management* (8th ed.). Thomson South Western.
15. Buchanan, R. (2009). Reinventing Compensation. *Business Strategy Review*, 20(2), 14–19.
16. Cirman, A., & Konič, M. (2000). Značilnosti delitve denarnega toka v slovenskih podjetjih. V P. Bešter (ur.) & M. Konič (ur.), *Internacionalizacija slovenskega podjetja* (str. 91–108). Ljubljana: Časnik Finance
17. Cirman, A., Ferligoj, A., Prašnikar, J., & Valentinčič, A. (1999). Risk taking and managerial incentives during the transition to a market economy: a case of Slovenia. *Management: Journal of contemporary management issues*, 4(1/2), 1–26.

18. Cirman, A., Koman, M., Prašnikar, J., Valentinčič, A., & Voje, D. (2009). Slovenian exporters in an economic crisis. V J. Prašnikar (ur.), *How are different capitalist systems coping with the current crisis?* (str. 273-290). Ljubljana: Časnik Finance
19. Črnigoj, M., & Mramor, D. (2009). Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 45(1), 72–89.
20. Domadenik, P., Czerny, B., Dobnikar, J., & Smolej, B. (2010). Tangible investments in Slovene Firms in the Years 2006–2009. V J. Prašnikar (ur.), *The Role of Intangible Assets in Exiting the Crisis* (str. 105–116). Ljubljana: Časnik Finance
21. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization - EBITDA*. (2011). Najdeno 20. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/e/ebitda.asp#axzz1VZawNMav>
22. *Ekonomski pregled OECD za Slovenijo*. (2011). Najdeno 8. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.vzmd.si/novice/oecd-v-ekonomskem-pregledu-za-slovenijo-2011-poglavje-o-tujih-investicijah-in-upravljanju-podjetij-izpostavlja-zascito-pravic-malih-delnarjev-ter-prioritete-skladne-z-opozorili-in-prizadevanji-vzmd>
23. Eurostat. (2010a). GDP per capita in PPS. Najdeno 15. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb010>
24. Eurostat. (2010b). Real GDP growth rate. Najdeno 15. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>
25. Frydman, R., Gray, C., Hessel, M., & Rapaczynski, A. (1997). *Private ownership and corporate performance: some lessons from transition economies*. New York: New York University Press.
26. Gregorič, A., Prašnikar, J., & Ribnikar, I. (2001). *Vladanje v tranzicijskih državah: primer Slovenije (ang. Corporate governance in transitional economies: the case of Slovenia)*. Ljubljana: Ekonomska Fakulteta.
27. Groznik, P. (2007). *Poročilo za sterteški svet: Konkurnečnost slovenskega kapitalskega trga*. Najdeno 5. maja 2011 na spletnem naslovu http://www.vlada.si/fileadmin/dokumenti/si/projekti/projekti_do_2009/SSGR_07-08/SSGR_6_Groznik.pdf
28. Hart, O. (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford: Oxford University Press.
29. Holderness, C. (2003). A Survey of Blockholders and Corporate Control. *Economic Policy Review*, 9(1), 51–64.
30. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

31. Knapova, B., Krabec, T., & Roubičková, J. (2011). EBIT Criterion: Financial Analysis Issues. *International Journal of Mathematical Models and Methods in Applied Sciences*, 5(3), 499–507.
32. Knežević Cvelbar, L., Koman, M., & Prašnikar, J. (2010). Productivity and Ownership in Slovene Firms. V J. Prašnikar (ur.), *The Role of Intangible Assets in Exiting the Crisis* (str. 95–104). Ljubljana: Časnik Finance
33. Košak, M. (2007). *Stanje in razvojne možnosti bančnega sektorja v Sloveniji*. Najdeno 5. maja 2011 na spletnem naslovu http://www.vlada.si/fileadmin/dokumenti/si/projekti/projekti_do_2009/SSGR_07-08/SSGR_6_Kosak.pdf
34. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
35. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3–27.
36. Lipton, D., & Sachs, J. (1990). Creating a Market Economy in Eastern Europe: The case of Poland. *Brooking Papers on Economic Activity*, 21(1), 75–148.
37. *Ljubljanska borza*. (2011). Najdeno 5. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/>
38. Modiglian, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
39. Mrak, M., Košak, M., & Košak, T. (2001). Bančni sektor. V M. Simoneti (ur.), *Projekt Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Razvojno poročilo o finančnem sektorju: Slovenija 2000* (str. 8–50). Ljubljana: Časnik Finance
40. Mrak, M., Rojec, M., & Silva-Jáuregui, C. (2004). Overview: Slovenia's threefold transition. V M. Mrak (ur.), M. Rojec (ur.), & C. Silva-Jáuregui (ur.), *Slovenia: from Yugoslavia to the European Union* (str. 20–56). Washington: The World Bank.
41. Mramor, D. (1995). Primarni trg kapitala v Sloveniji. *Bančni vestnik: revija za denarništvo in bančništvo*, 44(6), 3–4.
42. Mramor, D. (1996). Politika dividend v svetu in v Sloveniji. *Ekonomska revija*, 47(3), 191–202.
43. Mramor, D. (1998). Sedanji izzivi za slovensko teorijo in prakso na področju poslovnih financ. *30. simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 361–378). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije; Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
44. Mramor, D. (2000). Finančno obnašanje slovenskih podjetji. V N. Borak (ur.), *Zbornik referatov* (str. 395–406). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije; Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.

45. Mramor, D., & Jašovič, B. (2004). Capital Market Development. V M. Mrak (ur.), M. Rojec (ur.), & C. Silva-Jauregui (ur.), *Slovenia: From Yugoslavia to the European Union* (str. 227–291). Washington: The World Bank.
46. Mramor, D., & Valentinčič, A. (2001). When maximizing Shareholders' Wealth Is Not the Only Choice. *Eastern European Economics*, 39(6), 64–93.
47. Mramor, D., Groznik, P., & Valentinčič, A. (1999). Stanje in dileme poslovnih financ v Sloveniji. V J. Prašnikar (ur.), *Poprivatizacijsko obnašanje slovenskih podjetij* (str. 221–248). Ljubljana: Gospodarski vestnik.
48. OECD. (2011). Najdeno 20. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://www.oecd.org/document/12/0,3746,en_33873108_38910029_47068236_1_1_1_1,00.html
49. Prašnikar, J. (ur.) (2010). *The Role of Intangible Assets in Exiting the Crisis*. Ljubljana: Časnik Finance
50. Prašnikar, J. (2000). *Internacionalizacije slovenskih podjetji*. Ljubljana: Časnik Finance
51. Prašnikar, J., & Gregorič, A. (1999). Delavska participacija v slovenskih podjetjih. V J. Prašnikar (ur.), *Poprivatizacijsko obnašanje slovenskih podjetij* (str. 27–56). Ljubljana: Gospodarski vestnik.
52. Prašnikar, J., & Svejnar, J. (1998). *Investment, Wages and Ownership during the Transition to a Market Economy: Evidence from Slovenian Firms*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
53. Prašnikar, J., Pahor, M., & Cirman, A. (2004). Late Payments in Accession Countries: Causes and International Comparison. *The journal of entrepreneurial finance & business ventures*, 9(1), 51–69.
54. Ribnikar, I., Mramor, D., & Hartman, R. (2001). *Strategija razvoja finančnih storitev v RS*. Ljubljana: Ministrstvo za Finance.
55. Simoneti, M., & Gregorič, A. (2004). Menedžersko lastništvo in uspešnost poslovanja privatiziranih podjetij v Sloveniji. *IB revija: revija za strokovna in metodološka vprašanja trajnostnega razvoja*, 38(3), 87–104.
56. Simoneti, M., & Jamnik, B. (2000). *Razvoj trga kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: CEEP.N.
57. Simoneti, M., Abramovič, K., Damjan, J. P., Masten, I., Mastnak, S., Mrak, M., in drugi. (2010). *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji pa finančni krizi*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
58. Simoneti, M., Böhm, A., Damjan, J. P., Majcen, B., Rems, M., & Rojec, M. (2001). *Spremembe v strukturi in koncentraciji lastništva ter poslovanja podjetji po razdelitveni privatizaciji v Sloveniji v razdobju 1995-99*. Ljubljana: CEEP.N.

59. Simoneti, M., Böhm, A., Gregorič, A., Cankar, N., & Borec, Č. (2003). *Sodelovanje zaposlenih v lastništvu in delitvi dobičkov podjetij v državah EU in predlog rešitev za Slovenijo (Povzetek študije)*. Ljubljana: Pravna Fakulteta - Inštitut za primerjalno pravo.
60. Simoneti, M., Oplotnik, Ž., & Jamnik, B. (2001). Investicije in financiranje v podjetjih. V M. Simoneti (ur.), *Projekt Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Razvojno poročilo o finančnem sektorju: Slovenija 2000* (str. 111–120). Ljubljana: Časnik Finance.
61. Simoneti, M., Rojec, M., & Rems, M. (2000). Poslovanje slovenskega podjetniškega sektorja v razdobju 1994–1998 z vidika lastniške strukture. *IB revija: revija za strokovna in metodološka vprašanja trajnostnega razvoja*, 34(2), 5–20.
62. Simoneti, M., Rojec, M., Rems, M., & Jašovič, B. (1999). Uspešnost in operativne značilnosti poslovanja podjetij glede na lastniško strukturo v razdobju 1994-1997. V R. Ovin (ur.), *Sedanost in prihodnost tranzicije v Sloveniji* (str. 104–126). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
63. *Statistična poročila*. (2008). Najdeno 15. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1595>
64. Stroh, P. D. (2009). A Systems View of the Economic Crisis. *The Systems Thinker*, 20(1), 10–12.
65. Sutton, T. (2004). *Corporate financial accounting and reporting* (2nd ed.). Harlow: Pearson Education Limited.
66. *Temeljna in zamudna obrestna mera*. (2011). Najdeno 5. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/financni-podatki.asp?MapaId=1004>
67. *The Financial Crisis Reaches Germany's Economy*. (2008). Najdeno 20. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.spiegel.de/international/germany/0,1518,584374,00.html>
68. UMAR. (2010). *Poročilo o razvoju 2010*. Ljubljana: UMAR.
69. Valentinčič, A., Marinšek, D., Buh, M. G., & Simoneti, N. (2010). Financial Policies of Manufacturing Firms in Slovenia in 2006–2009. V J. Prašnikar (ur.), *The Role of Intangible Assets in Exiting the Crisis* (str. 131–140). Ljubljana: Časnik Finance.
70. *World dataBank*. (2011). Najdeno 20. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://databank.worldbank.org/>
71. Zalm, G. (2009). The Forgotten Risk: Financial Incentives. *De Economist*, 157(2), 209–213.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Uporabljene kratice	1
Priloga 2: Splošni regresijski model 1 – profitna marža.....	2
Priloga 3: Splošni regresijski model 2 – ROE.....	5
Priloga 4: Splošni regresijski model 3 – ROA.....	8
Priloga 5: Splošni regresijski model 4 – EBIT marža	11
Priloga 6: Splošni regresijski model 5 – EBITDA marža.....	14
Priloga 7: Regresijski model 6 – model navzkrižnega vpliva finančno-gospodarske krize	17
Priloga 8: Regresijski model 7 – model z odlogom.....	19

Priloga 1: Uporabljene kratice

BDP – Bruto domači proizvod

BRIC – Brazilija, Rusija, Indija, Kitajska

CAPM – angl. *Capital Asset Pricing Model*

CEESEG – angl. *CEE Stock Exchange Group*

EBIT – dobiček iz poslovanja (angl. *Earnings Before Interest and Taxes*)

EBITDA – dobiček iz poslovanja, povečan za amortizacijo (angl. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)

EU – Evropska unija

IMF – Mednarodni denarni sklad (angl. *International Monetary Fund*)

KAD – Kapitalska družba, d. d.

KDD – Klirinško depotna družba, d. d.

MBO – Notranji menedžerski odkup podjetja

OECD – Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj

PID – Pooblaščen investicijska družba

R^2 – Multipli determinacijski koeficient

ROA – Donosnost sredstev

ROE – Donosnost lastniškega kapitala

SBI 20 – Indeks celotnega delniškega trga Ljubljanske borze, ki meri donosnost slovenskega organiziranega kapitalskega trga.

SBI TOP – Indeks Ljubljanske borze, v katerega so vključene le najbolj likvidne delnice na Ljubljanski borzi.

SOD – Slovenska odškodninska družba, d. d.

UMAR – Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj

WACC – Tehtani povprečni strošek kapitala (angl. *Weighted Average Cost of Capital*)

Priloga 2: Splošni regresijski model 1 – profitna marža

profitna marža" = $-7,251 - 0,104 \cdot \text{stopnja zadolženosti} - 1,679 \cdot \text{tveganje refinanciranja} + 0,053 \cdot \text{odstotek neto investicij} + 0,021 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} + 1,446 \cdot \text{rast plač in prihodkov} + 0,160 \cdot \text{tuji lastniki} - 0,707 \cdot \text{notranji lastniki} - 5,311 \cdot \text{državno lastništvo} - 2,174 \cdot \text{lastništvo finančnih podjetij} - 0,079 \cdot \text{izvozna naravnost} + 2,173 \cdot \text{velikost podjetja} - 0,889 \cdot \text{tehnični čas}$

R = 0,536	R² = 0,287
Na podlagi multiplega korelacijskega koeficienta sklepamo, da je linearna povezava med profitno maržo in vsemi v model vključenimi pojasnjevalnimi spremenljivkami srednje močna.	
Na podlagi multiplega determinacijskega koeficienta sklepamo, da je 28,7 % variabilnosti profitne marže pojasnjeno z variiranjem vseh v model vključenih pojasnjevalnih spremenljivk.	

Model 1		
H ₀ : vsi parcialni regresijski koeficienti β_j so enaki 0	F = 24,082	P = 0,000
H ₁ : vsi parcialni regresijski koeficienti β_j niso enaki 0		
Na podlagi F-testa sklepamo, da je vsaj eden izmed parcialnih regresijskih koeficientov statistično značilno različen od 0, zato je model smiselno analizirati. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		

Stopnja zadolženosti	$\beta_1 = -0,104$	
H ₀ : $\beta_1 = 0$	t = -7,635	P = 0,000
H ₁ : $\beta_1 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je vsaka dodatna odstotna točka zadolženosti zmanjšala profitno maržo v povprečju za 0,104 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Tveganje refinanciranja	$\beta_2 = -1,679$	
H ₀ : $\beta_2 = 0$	t = -1,965	P = 0,050
H ₁ : $\beta_2 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je imelo financiranje dolgoročnih sredstev s kratkoročnimi viri negativen vpliv na profitno maržo, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Točna stopnja značilnosti je 5 %.		
Odstotek neto investicij	$\beta_3 = 0,053$	
H ₀ : $\beta_3 = 0$	t = 5,342	P = 0,000
H ₁ : $\beta_3 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je vsaka dodatna odstotna točka investiranja v opredmetena sredstva povečala profitno maržo v povprečju za 0,053 odstotne točke, pri		

čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
<i>Odstotek finančnih naložb</i>	$\beta_4 = 0,021$	
H ₀ : $\beta_4 = 0$	t = 1,323	P = 0,186
H ₁ : $\beta_4 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da so finančne naložbe v sredstvih vplivale na profitno maržo.		
<i>Rast plač in prihodkov</i>	$\beta_5 = 1,446$	
H ₀ : $\beta_5 = 0$	t = 3,537	P = 0,000
H ₁ : $\beta_5 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih so poslovni prihodki rasli hitreje od stroškov plač, profitno maržo v povprečju višjo za 1,446 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
<i>Tuji lastniki</i>	$\beta_6 = 0,160$	
H ₀ : $\beta_6 = 0$	t = 0,269	P = 0,788
H ₁ : $\beta_6 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je dejstvo, ali je imelo določeno podjetje domače ali tuje lastnike, vplivalo na profitno maržo.		
<i>Notranji lastniki</i>	$\beta_7 = -0,707$	
H ₀ : $\beta_7 = 0$	t = -1,281	P = 0,201
H ₁ : $\beta_7 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je dejstvo, ali je imelo določeno podjetje notranje ali zunanje lastnike, vplivalo na profitno maržo.		
<i>Državno lastništvo</i>	$\beta_8 = -5,311$	
H ₀ : $\beta_8 = 0$	t = -5,784	P = 0,000
H ₁ : $\beta_8 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih je bila država pomemben lastnik, profitno maržo v povprečju nižjo za 5,311 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
<i>Lastništvo finančnih podjetij</i>	$\beta_9 = -2,174$	
H ₀ : $\beta_9 = 0$	t = -3,543	P = 0,000
H ₁ : $\beta_9 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih so bila finančna podjetja pomemben lastnik, profitno maržo v povprečju nižjo za 2,174 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
<i>Izvozna naravnost</i>	$\beta_{10} = -0,079$	

H ₀ : $\beta_{10} = 0$	t = -0,177	P = 0,859
H ₁ : $\beta_{10} \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je trg, na katerem so podjetja ustvarila večino svojih prihodkov, vplival na profitno maržo.		
Velikost podjetja	$\beta_{11} = 2,173$	
H ₀ : $\beta_{11} = 0$	t = 4,284	P = 0,000
H ₁ : $\beta_{11} \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je povečanje poslovnih prihodkov za 1 % povzročilo povečanje profitne marže v povprečju za 0,02173 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Tehnični čas	$\beta_{12} = -0,889$	
H ₀ : $\beta_{12} = 0$	t = -4,766	P = 0,000
H ₁ : $\beta_{12} \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da se je profitna marža v proučevanem obdobju vsako leto v povprečju zmanjšala za 0,889 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganje je zanemarljiva.		

Priloga 3: Splošni regresijski model 2 – ROE

$ROE'' = -13,665 - 0,044 \cdot \text{stopnja zadolženosti} - 10,364 \cdot \text{tveganje refinanciranja} + 0,163 \cdot \text{odstotek neto investicij} - 0,054 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} + 5,215 \cdot \text{rast plač in prihodkov} + 0,181 \cdot \text{tujji lastniki} - 2,504 \cdot \text{notranji lastniki} - 12,337 \cdot \text{državno lastništvo} - 6,419 \cdot \text{lastništvo finančnih podjetij} + 0,066 \cdot \text{izvozna naravnost} + 4,268 \cdot \text{velikost podjetja} - 1,623 \cdot \text{tehnični čas}$

R = 0,456	R² = 0,208
Na podlagi multiplega korelacijskega koeficienta sklepamo, da je linearna povezava med donosnostjo kapitala in vsemi v model vključenimi pojasnjevalnimi spremenljivkami srednje močna.	
Na podlagi multiplega determinacijskega koeficienta sklepamo, da je 20,8 % variabilnosti donosnosti kapitala pojasnjeno z variiranjem vseh v model vključenih pojasnjevalnih spremenljivk.	

Model 2		
H ₀ : vsi parcialni regresijski koeficienti β_j so enaki 0	F = 15,627	P = 0,000
H ₁ : vsi parcialni regresijski koeficienti β_j niso enaki 0		
Na podlagi F-testa sklepamo, da je vsaj eden izmed parcialnih regresijskih koeficientov statistično značilno različen od 0, zato je model smiselno analizirati. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		

Stopnja zadolženosti	$\beta_1 = -0,044$	
H ₀ : $\beta_1 = 0$	t = -1,183	P = 0,237
H ₁ : $\beta_1 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je odstotek zadolženosti vplival na donosnost kapitala.		
Tveganje refinanciranja	$\beta_2 = -10,364$	
H ₀ : $\beta_2 = 0$	t = -4,429	P = 0,000
H ₁ : $\beta_2 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je imelo financiranje dolgoročnih sredstev s kratkoročnimi viri močno negativen vpliv na donosnost kapitala, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Odstotek neto investicij	$\beta_3 = 0,163$	
H ₀ : $\beta_3 = 0$	t = 5,976	P = 0,000
H ₁ : $\beta_3 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je vsaka dodatna odstotna točka investiranja v opredmetena sredstva povečala donosnost kapitala v povprečju za 0,163 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je		

zanemarljiva.		
<i>Odstotek finančnih naložb</i>	$\beta_4 = -0,054$	
H ₀ : $\beta_4 = 0$	t = -1,264	P = 0,206
H ₁ : $\beta_4 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da so finančne naložbe v sredstvih vplivale na donosnost kapitala.		
<i>Rast plač in prihodkov</i>	$\beta_5 = 5,215$	
H ₀ : $\beta_5 = 0$	t = 4,648	P = 0,000
H ₁ : $\beta_5 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih so poslovni prihodki rasli hitreje od stroškov plač, donosnost kapitala v povprečju višjo za 5,215 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
<i>Tuji lastniki</i>	$\beta_6 = 0,181$	
H ₀ : $\beta_6 = 0$	t = 0,111	P = 0,912
H ₁ : $\beta_6 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je dejstvo, ali je imelo določeno podjetje domače ali tuje lastnike, vplivalo na donosnost kapitala.		
<i>Notranji lastniki</i>	$\beta_7 = -2,504$	
H ₀ : $\beta_7 = 0$	t = -1,653	P = 0,099
H ₁ : $\beta_7 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, ki so jih vodili notranji lastniki, donosnost kapitala v povprečju nižjo za 2,504 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je 9,9 %.		
<i>Državno lastništvo</i>	$\beta_8 = -12,337$	
H ₀ : $\beta_8 = 0$	t = -4,905	P = 0,000
H ₁ : $\beta_8 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih je bila država pomemben lastnik, donosnost kapitala v povprečju nižjo za 12,337 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
<i>Lastništvo finančnih podjetij</i>	$\beta_9 = -6,419$	
H ₀ : $\beta_9 = 0$	t = -3,806	P = 0,000
H ₁ : $\beta_9 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih so bila finančna podjetja pomemben lastnik, donosnost kapitala v povprečju nižjo za 6,419 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
<i>Izvozna naravnost</i>	$\beta_{10} = 0,066$	

H ₀ : $\beta_{10} = 0$	t = 0,054	P = 0,957
H ₁ : $\beta_{10} \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je imel trg, na katerem so podjetja ustvarila večino svojih prihodkov, vpliv na donosnost kapitala.		
Velikost podjetja	$\beta_{11} = 4,268$	
H ₀ : $\beta_{11} = 0$	t = 3,068	P = 0,002
H ₁ : $\beta_{11} \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je povečanje poslovnih prihodkov za 1 % povzročilo povečanje donosnosti kapitala v povprečju za 0,04268 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Točna stopnja značilnosti je 0,2 %.		
Tehnični čas	$\beta_{12} = -1,623$	
H ₀ : $\beta_{12} = 0$	t = -3,174	P = 0,002
H ₁ : $\beta_{12} \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da se je donosnost kapitala v proučevanem obdobju vsako leto v povprečju zmanjšala za 1,623 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Točna stopnja značilnosti je 0,2 %.		

Priloga 4: Splošni regresijski model 3 – ROA

$ROA'' = -12,542 - 0,061 \cdot \text{stopnja zadolženosti} - 3,025 \cdot \text{tveganje refinanciranja} + 0,045 \cdot \text{odstotek neto investicij} + 0,016 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} + 2,071 \cdot \text{rast plač in prihodkov} + 0,531 \cdot \text{tujji lastniki} - 0,840 \cdot \text{notranji lastniki} - 6,532 \cdot \text{državno lastništvo} - 3,225 \cdot \text{lastništvo finančnih podjetij} + 0,076 \cdot \text{izvozna naravnost} + 3,071 \cdot \text{velikost podjetja} - 0,769 \cdot \text{tehnični čas}$

R = 0,436	R² = 0,190
Na podlagi multiplega korelacijskega koeficienta sklepamo, da je linearna povezava med donosnostjo sredstev in vsemi v model vključenimi pojasnjevalnimi spremenljivkami srednje močna.	
Na podlagi multiplega determinacijskega koeficienta sklepamo, da je 19,0 % variabilnosti donosnosti sredstev pojasnjeno z variiranjem vseh v model vključenih pojasnjevalnih spremenljivk.	

Model 3		
H ₀ : vsi parcialni regresijski koeficienti β_j so enaki 0	F = 13,992	P = 0,000
H ₁ : vsi parcialni regresijski koeficienti β_j niso enaki 0		
Na podlagi F-testa sklepamo, da je vsaj eden izmed parcialnih regresijskih koeficientov statistično značilno različen od 0, zato je model smiselno analizirati. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		

Stopnja zadolženosti	$\beta_1 = -0,061$	
H ₀ : $\beta_1 = 0$	t = -3,310	P = 0,001
H ₁ : $\beta_1 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je vsaka dodatna odstotna točka zadolženosti zmanjšala donosnost sredstev v povprečju za 0,061 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Točna stopnja značilnosti je 0,1 %.		
Tveganje refinanciranja	$\beta_2 = -3,025$	
H ₀ : $\beta_2 = 0$	t = -2,602	P = 0,009
H ₁ : $\beta_2 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je financiranje dolgoročnih sredstev s kratkoročnimi viri negativno vplivalo na donosnost sredstev, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Točna stopnja značilnosti je 0,9 %.		
Odstotek neto investicij	$\beta_3 = 0,045$	
H ₀ : $\beta_3 = 0$	t = 3,337	P = 0,001
H ₁ : $\beta_3 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je vsaka dodatna odstotna točka investiranja v opredmetena sredstva povečala donosnost sredstev v povprečju za 0,045 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Točna stopnja		

značilnosti je 0,1 %.		
Odstotek finančnih naložb	$\beta_4 = 0,016$	
H ₀ : $\beta_4 = 0$	t =	P = 0,467
H ₁ : $\beta_4 \neq 0$	0,728	
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da so finančne naložbe v sredstvih vplivale na donosnost sredstev.		
Rast plač in prihodkov	$\beta_5 = 2,071$	
H ₀ : $\beta_5 = 0$	t = 3,720	P = 0,000
H ₁ : $\beta_5 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih so poslovni prihodki rasli hitreje od stroškov plač, donosnost sredstev v povprečju višjo za 2,071 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Tuji lastniki	$\beta_6 = 0,531$	
H ₀ : $\beta_6 = 0$	t = 0,657	P = 0,512
H ₁ : $\beta_6 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je dejstvo, ali je imelo določeno podjetje domače ali tuje lastnike, vplivalo na donosnost sredstev.		
Notranji lastniki	$\beta_7 = -0,840$	
H ₀ : $\beta_7 = 0$	t = -1,117	P = 0,264
H ₁ : $\beta_7 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je dejstvo, ali je imelo določeno podjetje notranje ali zunanje lastnike, vplivalo na donosnost sredstev.		
Državno lastništvo	$\beta_8 = -6,532$	
H ₀ : $\beta_8 = 0$	t = -5,227	P = 0,000
H ₁ : $\beta_8 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih je bila država pomemben lastnik, donosnost sredstev v povprečju nižjo za 5,227 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Lastništvo finančnih podjetij	$\beta_9 = -3,225$	
H ₀ : $\beta_9 = 0$	t = -3,861	P = 0,000
H ₁ : $\beta_9 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih so bila finančna podjetja pomemben lastnik, donosnost sredstev v povprečju nižjo za 3,861 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Izvozna naravnost	$\beta_{10} = 0,076$	
H ₀ : $\beta_{10} = 0$	t = 0,125	P = 0,900

$H_1: \beta_{10} \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je trg, na katerem so podjetja ustvarila večino svojih prihodkov, vplival na donosnost sredstev.		
Velikost podjetja	$\beta_{11} = 3,071$	
$H_0: \beta_{11} = 0$	$t = 4,446$	$P = 0,000$
$H_1: \beta_{11} \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je povečanje poslovnih prihodkov za 1 % povzročilo povečanje donosnosti sredstev v povprečju za 0,03071 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Tehnični čas	$\beta_{12} = -0,769$	
$H_0: \beta_{12} = 0$	$t = -3,028$	$P = 0,003$
$H_1: \beta_{12} \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da se je donosnost sredstev v proučevanem obdobju vsako leto v povprečju zmanjšala za 0,769 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjen. Točna stopnja značilnosti je 0,3 %.		

Priloga 5: Splošni regresijski model 4 – EBIT marža

EBIT marža'' = $-16,682 - 0,081 \cdot \text{stopnja zadolženosti} - 0,173 \cdot \text{tveganje refinanciranja} + 0,036 \cdot \text{odstotek neto investicij} + 0,016 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} + 1,647 \cdot \text{rast plač in prihodkov} + 0,314 \cdot \text{tujji lastniki} - 0,400 \cdot \text{notranji lastniki} - 6,233 \cdot \text{državno lastništvo} - 2,073 \cdot \text{lastništvo finančnih podjetij} - 0,370 \cdot \text{izvozna naravnost} + 3,271 \cdot \text{velikost podjetja} - 0,638 \cdot \text{tehnični čas}$

R = 0,427	R² = 0,182
Na podlagi multiplega korelacijskega koeficienta sklepamo, da je linearna povezava med EBIT maržo in vsemi v model vključenimi pojasnjevalnimi spremenljivkami srednje močna.	
Na podlagi multiplega determinacijskega koeficienta sklepamo, da je 18,2 % variabilnosti EBIT marže pojasnjeno z variiranjem vseh v model vključenih pojasnjevalnih spremenljivk.	

Model 4		
H ₀ : vsi parcialni regresijski koeficienti β_j so enaki 0	F = 13,182	P = 0,000
H ₁ : vsi parcialni regresijski koeficienti β_j niso enaki 0		
Na podlagi F-testa sklepamo, da je vsaj eden izmed parcialnih regresijskih koeficientov statistično značilno različen od 0, zato je model smiselno analizirati. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		

Stopnja zadolženosti	$\beta_1 = -0,081$	
H ₀ : $\beta_1 = 0$	t = -5,010	P = 0,000
H ₁ : $\beta_1 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je vsaka dodatna odstotna točka zadolženosti zmanjšala EBIT maržo v povprečju za 0,081 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Tveganje refinanciranja	$\beta_2 = -0,173$	
H ₀ : $\beta_2 = 0$	t = -0,172	P = 0,864
H ₁ : $\beta_2 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo trditi, da je financiranje dolgoročnih sredstev s kratkoročnimi viri negativno vplivalo na EBIT maržo.		
Odstotek neto investicij	$\beta_3 = 0,036$	
H ₀ : $\beta_3 = 0$	t = 3,039	P = 0,002
H ₁ : $\beta_3 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je vsaka dodatna odstotna točka investiranja v opredmetena sredstva povečala EBIT maržo v povprečju za 0,036 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je 0,2 %.		

<i>Odstotek finančnih naložb</i>	$\beta_4 = 0,016$	
H ₀ : $\beta_4 = 0$	t = 0,855	P = 0,393
H ₁ : $\beta_4 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da so imele finančne naložbe v sredstvih vpliv na EBIT maržo.		
<i>Rast plač in prihodkov</i>	$\beta_5 = 1,647$	
H ₀ : $\beta_5 = 0$	t = 3,411	P = 0,000
H ₁ : $\beta_5 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so podjetja, v katerih so poslovni prihodki rasli hitreje od stroškov plač, imela EBIT maržo v povprečju višjo za 1,647 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
<i>Tuji lastniki</i>	$\beta_6 = 0,314$	
H ₀ : $\beta_6 = 0$	t = 0,449	P = 0,654
H ₁ : $\beta_6 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je dejstvo, ali je imelo določeno podjetje domače ali tuje lastnike, vplivalo na EBIT maržo.		
<i>Notranji lastniki</i>	$\beta_7 = -0,400$	
H ₀ : $\beta_7 = 0$	t = -0,608	P = 0,543
H ₁ : $\beta_7 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je dejstvo, ali je imelo določeno podjetje notranje ali zunanje lastnike, vplivalo na EBIT maržo.		
<i>Državno lastništvo</i>	$\beta_8 = -6,233$	
H ₀ : $\beta_8 = 0$	t = -5,697	P = 0,000
H ₁ : $\beta_8 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so podjetja, v katerih je bila država pomemben lastnik, imela EBIT maržo v povprečju nižjo za 6,233 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
<i>Lastništvo finančnih podjetij</i>	$\beta_9 = -2,073$	
H ₀ : $\beta_9 = 0$	t = -2,867	P = 0,004
H ₁ : $\beta_9 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih so bila finančna podjetja pomemben lastnik, EBIT maržo v povprečju nižjo za 2,073 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je 0,4 %.		
<i>Izvozna naravnost</i>	$\beta_{10} = -0,370$	
H ₀ : $\beta_{10} = 0$	t = -0,706	P = 0,480
H ₁ : $\beta_{10} \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je trg, na katerem so podjetja ustvarila večino svojih prihodkov, vplival na EBIT maržo.		

Velikost podjetja	$\beta_{11} = 3,271$	
H ₀ : $\beta_{11} = 0$	t = 5,377	P = 0,000
H ₁ : $\beta_{11} \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je povečanje poslovnih prihodkov za 1 % povzročilo povečanje profitne marže v povprečju za 0,03271 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Tehnični čas	$\beta_{12} = -0,638$	
H ₀ : $\beta_{12} = 0$	t = -2,894	P = 0,004
H ₁ : $\beta_{12} \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da se je EBIT marža v proučevanem obdobju vsako leto v povprečju zmanjšala za 0,638 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je 0,4 %.		

Priloga 6: Splošni regresijski model 5 – EBITDA marža

$EBITDA \text{ marža}'' = -0,370 - 0,132 \cdot \text{stopnja zadolženosti} + 2,605 \cdot \text{tveganje refinanciranja} + 0,015 \cdot \text{odstotek neto investicij} + 0,051 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} + 1,414 \cdot \text{rast plač in prihodkov} + 0,354 \cdot \text{tuji lastniki} + 0,152 \cdot \text{notranji lastniki} - 4,976 \cdot \text{državno lastništvo} - 1,144 \cdot \text{lastništvo finančnih podjetij} + 0,109 \cdot \text{izvozna naravnost} + 1,801 \cdot \text{poslovni prihodki} - 0,370 \cdot \text{tehnični čas}$

R = 0,403	R² = 0,163
Na podlagi multiplega korelacijskega koeficienta sklepamo, da je linearna povezava med profitno maržo in vsemi v model vključenimi pojasnjevalnimi spremenljivkami srednje močna.	
Na podlagi multiplega determinacijskega koeficienta sklepamo, da je 16,3 % variabilnosti EBITDA marže pojasnjeno z variiranjem vseh v model vključenih pojasnjevalnih spremenljivk.	

Model 5		
H ₀ : vsi parcialni regresijski koeficienti β_j so enaki 0	F = 11,518	P = 0,000
H ₁ : vsi parcialni regresijski koeficienti β_j niso enaki 0		
Na podlagi F-testa sklepamo, da je vsaj eden izmed parcialnih regresijskih koeficientov statistično značilno različen od 0, zato je model smiselno analizirati. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		

Stopnja zadolženosti	$\beta_1 = -0,132$	
H ₀ : $\beta_1 = 0$	t = -7,951	P = 0,000
H ₁ : $\beta_1 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je vsaka dodatna odstotna točka zadolženosti zmanjšala profitno maržo v povprečju za 0,132 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Tveganje refinanciranja	$\beta_2 = 2,605$	
H ₀ : $\beta_2 = 0$	t = 2,515	P = 0,012
H ₁ : $\beta_2 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je financiranje dolgoročnih sredstev s kratkoročnimi viri pozitivno vplivalo na EBITDA maržo, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Točna stopnja značilnosti je 1,2 %.		
Odstotek neto investicij	$\beta_3 = 0,015$	
H ₀ : $\beta_3 = 0$	t = 1,268	P = 0,205
H ₁ : $\beta_3 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je odstotek investiranja v opredmetena sredstva vplival na višino EBITDA marže.		
Odstotek finančnih	$\beta_4 = 0,051$	

<i>naložb</i>		
H ₀ : $\beta_4 = 0$	t = 2,679	P = 0,008
H ₁ : $\beta_4 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je vsaka dodatna odstotna točka finančnih naložb v sredstvih v povprečju povečala EBITDA maržo za 0,051 odstotne točke. Stopnja tveganja je 0,8 %.		
<i>Rast plač in prihodkov</i>	$\beta_5 = 1,414$	
H ₀ : $\beta_5 = 0$	t = 2,842	P = 0,005
H ₁ : $\beta_5 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih so poslovni prihodki rasli hitreje od stroškov plač, EBITDA maržo v povprečju višjo za 1,414 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je 0,5 %.		
<i>Tuji lastniki</i>	$\beta_6 = 0,354$	
H ₀ : $\beta_6 = 0$	t = 0,490	P = 0,624
H ₁ : $\beta_6 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je dejstvo, ali je imelo določeno podjetje domače ali tuje lastnike, vplivalo na EBITDA maržo.		
<i>Notranji lastniki</i>	$\beta_7 = 0,152$	
H ₀ : $\beta_7 = 0$	t = 0,225	P = 0,822
H ₁ : $\beta_7 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je dejstvo, ali je imelo določeno podjetje notranje ali zunanje lastnike, vplivalo na profitno maržo.		
<i>Državno lastništvo</i>	$\beta_8 = -4,976$	
H ₀ : $\beta_8 = 0$	t = -4,415	P = 0,000
H ₁ : $\beta_8 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so podjetja, v katerih je bila država pomemben lastnik, imela EBITDA maržo v povprečju nižjo za 4,976 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
<i>Lastništvo finančnih podjetij</i>	$\beta_9 = -1,144$	
H ₀ : $\beta_9 = 0$	t = -1,535	P = 0,125
H ₁ : $\beta_9 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je na EBITDA maržo vplivalo, ali je med pomembnimi lastniki finančno podjetje.		
<i>Izvozna naravnost</i>	$\beta_{10} = 0,109$	
H ₀ : $\beta_{10} = 0$	t = 0,202	P = 0,840
H ₁ : $\beta_{10} \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je trg, na katerem so podjetja ustvarila večino svojih prihodkov, vplival na EBITDA maržo.		

Velikost podjetja	$\beta_{11} = 1,801$	
H ₀ : $\beta_{11} = 0$	t = 2,874	P = 0,004
H ₁ : $\beta_{11} \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je povečanje poslovnih prihodkov za 1 % povzročilo povečanje EBITDA marže v povprečju za 0,01801 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je 0,4 %.		
Tehnični čas	$\beta_{12} = -0,370$	
H ₀ : $\beta_{12} = 0$	t = -1,630	P = 0,103
H ₁ : $\beta_{12} \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da se je povprečna EBITDA marža v proučevanem obdobju spreminjala.		

Priloga 7: Regresijski model 6 – model navzkrižnega vpliva finančno-gospodarske krize

$$\text{profitna marža}'' = 7,906 + 0,070 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} - 0,117 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} \cdot D - 0,100 \cdot \text{stopnja zadolženosti} - 0,026 \cdot \text{stopnja zadolženosti} \cdot D$$

R = 0,460	R² = 0,212
Na podlagi multiplega korelacijskega koeficienta sklepamo, da je linearna povezava med profitno maržo in vsemi v model vključenimi pojasnjevalnimi spremenljivkami srednje močna.	
Na podlagi multiplega determinacijskega koeficienta sklepamo, da je 21,2 % variabilnosti profitne marže pojasnjeno z variiranjem vseh v model vključenih pojasnjevalnih spremenljivk.	

Model 6		
H ₀ : vsi parcialni regresijski koeficienti β _j so enaki 0	F = 53,315	P = 0,000
H ₁ : vsi parcialni regresijski koeficienti β _j niso enaki 0		
Na podlagi F-testa sklepamo, da je vsaj eden izmed parcialnih regresijskih koeficientov statistično značilno različen od 0, zato je model smiselno analizirati. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		

Odstotek finančnih naložb	β₁ = 0,070	
H ₀ : β ₁ = 0	t = 3,922	P = 0,000
H ₁ : β ₁ ≠ 0		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je v obdobju 2006–2007 vsaka dodatna odstotna točka finančnih naložb v sredstvih povečala profitno maržo za 0,070 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene.		
Odstotek finančnih naložb × D	β₂ = -0,117	
H ₀ : β ₂ = 0	t = -4,753	P = 0,000
H ₁ : β ₂ ≠ 0		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je v obdobju 2008–2009 vsaka dodatna odstotna točka finančnih naložb v sredstvih zmanjšala profitno maržo za 0,117 odstotne točke več kot v obdobju 2006–2007, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Stopnja zadolženosti	β₃ = -0,100	
H ₀ : β ₃ = 0	t = -9,256	P = 0,000
H ₁ : β ₃ ≠ 0		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je v obdobju 2006–2007 vsaka dodatna odstotna točka zadolženosti zmanjšala profitno maržo v povprečju za 0,100 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		

Stopnja zadolženosti × D	$\beta_4 = -0,026$	
H ₀ : $\beta_4 = 0$	t = -2,881	P = 0,004
H ₁ : $\beta_4 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je v obdobju 2008–2009 vsaka dodatna odstotna točka zadolženosti zmanjšala profitno maržo v povprečju za 0,026 odstotne točke več kot v obdobju 2006–2007, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je 0,4 %.		

Obdobje 2006–2007

profitna marža" = $7,906 + 0,070 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} - 0,100 \cdot \text{stopnja zadolženosti}$

Obdobje 2008–2009

profitna marža" = $7,906 - 0,047 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} - 0,126 \cdot \text{stopnja zadolženosti}$

Priloga 8: Regresijski model 7 – model z odlogom

$\text{profitna marža}'' = -4,248 - 0,054 \cdot \text{stopnja zadolženosti} - 1,097 \cdot \text{tveganje refinanciranja} + 0,026 \cdot \text{odstotek neto investicij} + 0,002 \cdot \text{odstotek finančnih naložb} + 1,090 \cdot \text{rast plač in prihodkov} + 0,240 \cdot \text{tujji lastniki} - 0,405 \cdot \text{notranji lastniki} - 2,456 \cdot \text{državno lastništvo} - 1,273 \cdot \text{lastništvo finančnih podjetij} - 0,121 \cdot \text{izvozna naravnost} + 1,210 \cdot \text{velikost podjetja} - 0,766 \cdot \text{tehnični čas} + 0,461 \cdot \text{podedovana uspešnost}$

R = 0,729	R² = 0,532
<p>Na podlagi multiplega korelacijskega koeficienta sklepamo, da je linearna povezava med profitno maržo in vsemi v model vključenimi pojasnjevalnimi spremenljivkami močna.</p> <p>Na podlagi multiplega determinacijskega koeficienta sklepamo, da je 53,2 % variabilnosti profitne marže pojasnjeno z variiranjem vseh v model vključenih pojasnjevalnih spremenljivk. Če model 7 primerjamo z modelom 1, ki se razlikuje le v tem, da ne vsebuje profitne marže z odlogom enega leta, lahko trdimo, da znaša part-determinacijski koeficient 0,245. To pomeni, da lahko spremenljivki profitna marža z odlogom enega leta pripišemo eno četrtno pojasnjene uspešnosti poslovanja.</p>	

Model 7		
H ₀ : vsi parcialni regresijski koeficienti β_j so enaki 0	F = 62,421	P = 0,000
H ₁ : vsi parcialni regresijski koeficienti β_j niso enaki 0		
<p>Na podlagi F-testa sklepamo, da je vsaj eden izmed parcialnih regresijskih koeficientov statistično značilno različen od 0, zato je model smiselno analizirati. Stopnja tveganja je zanemarljiva.</p>		

Stopnja zadolženosti	$\beta_1 = -0,054$	
H ₀ : $\beta_1 = 0$	t = -4,667	P = 0,000
H ₁ : $\beta_1 \neq 0$		
<p>Na podlagi t-testa sklepamo, da je vsaka dodatna odstotna točka zadolženosti zmanjšala profitno maržo v povprečju za 0,054 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.</p>		
Tveganje refinanciranja	$\beta_2 = -1,097$	
H ₀ : $\beta_2 = 0$	t = -1,566	P = 0,118
H ₁ : $\beta_2 \neq 0$		
<p>Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je imela stopnja pokritosti dolgoročnih sredstev z dolgoročnimi viri vpliv na profitno maržo.</p>		
Odstotek neto investicij	$\beta_3 = 0,026$	
H ₀ : $\beta_3 = 0$	t = 3,072	P = 0,002
H ₁ : $\beta_3 \neq 0$		
<p>Na podlagi t-testa sklepamo, da je vsaka dodatna odstotna točka investiranja v</p>		

opredmetena sredstva povečala profitno maržo v povprečju za 0,026 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
<i>Odstotek finančnih naložb</i>	$\beta_4 = 0,002$	
H ₀ : $\beta_4 = 0$	t = 0,128	P = 0,898
H ₁ : $\beta_4 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da so finančne naložbe v sredstvih vplivale na profitno maržo.		
<i>Rast plač in prihodkov</i>	$\beta_5 = 1,090$	
H ₀ : $\beta_5 = 0$	t = 3,276	P = 0,001
H ₁ : $\beta_5 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih so poslovni prihodki rasli hitreje od stroškov plač, profitno maržo v povprečju višjo za 1,090 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
<i>Tuji lastniki</i>	$\beta_6 = 0,240$	
H ₀ : $\beta_6 = 0$	t = 0,497	P = 0,620
H ₁ : $\beta_6 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je dejstvo, ali je imelo določeno podjetje domače ali tuje lastnike, vplivalo na profitno maržo.		
<i>Notranji lastniki</i>	$\beta_7 = -0,405$	
H ₀ : $\beta_7 = 0$	t = -0,902	P = 0,367
H ₁ : $\beta_7 \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je dejstvo, ali je imelo določeno podjetje notranje ali zunanje lastnike, vplivalo na profitno maržo.		
<i>Državno lastništvo</i>	$\beta_8 = -2,456$	
H ₀ : $\beta_8 = 0$	t = -3,236	P = 0,001
H ₁ : $\beta_8 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih je bila država pomemben lastnik, profitno maržo v povprečju nižjo za 2,456 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je 0,1 %.		
<i>Lastništvo finančnih podjetij</i>	$\beta_9 = -1,273$	
H ₀ : $\beta_9 = 0$	t = -2,546	P = 0,011
H ₁ : $\beta_9 \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da so imela podjetja, v katerih so bila finančna podjetja pomemben lastnik, profitno maržo v povprečju nižjo za 1,273 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je 1,1 %.		
<i>Izvozna naravnost</i>	$\beta_{10} = -0,079$	
H ₀ : $\beta_{10} = 0$	t = -0,335	P = 0,738

$H_1: \beta_{10} \neq 0$		
Na podlagi t-testa ne moremo sklepati, da je trg, na katerem so podjetja ustvarila večino svojih prihodkov, vplival na profitno maržo.		
Velikost podjetja	$\beta_{11} = 1,210$	
$H_0: \beta_{11} = 0$	t = 2,913	P = 0,004
$H_1: \beta_{11} \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je povečanje poslovnih prihodkov za 1 % povzročilo povečanje profitne marže v povprečju za 0,01210 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Tehnični čas	$\beta_{12} = -0,766$	
$H_0: \beta_{12} = 0$	t = -5,055	P = 0,000
$H_1: \beta_{12} \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da se je profitna marža v proučevanem obdobju vsako leto v povprečju zmanjšala za 0,766 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjen. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		
Podedovana uspešnost	$\beta_{13} = 0,461$	
$H_0: \beta_{13} = 0$	t = 19,354	P = 0,000
$H_1: \beta_{13} \neq 0$		
Na podlagi t-testa sklepamo, da je vsaka dodatna odstotna točka profitne marže v predhodnem letu v povprečju povečala profitno maržo v tekočem letu za 0,461 odstotne točke, pri čemer so vse ostale pojasnjevalne spremenljivke ostale nespremenjene. Stopnja tveganja je zanemarljiva.		