

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**DRUGI VSEOBSEGAJOČI DONOS KOT NAPOVEDOVALEC
USPEŠNOSTI**

Ljubljana, 10. oktober 2018

MARIJA ČEMAŽAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Marija Čemažar, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Drugi vseobsegajoči donos kot napovedovalec uspešnosti, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Sergejo Slapničar

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 DRUGI VSEOBSEGAJOČI DONOS	2
1.1 Predstavitev vseobsegajočega donosa	2
1.2 Ključne razlike med U. S. GAAP in MSRP	5
2 PREGLED LITERATURE	7
2.1 Drugi vseobsegajoči donos in moč napovedovanja	7
2.2 Drugi vseobsegajoči donos in njegovo razkritje.....	10
2.3 Drugi vseobsegajoči donos in tveganje volatilnosti.....	12
2.4 Drugi vseobsegajoči donos in koristnost	14
2.5 Drugi vseobsegajoči donos in pomembnost	16
3 EMPIRIČNA ANALIZA NAPOVEDOVANJA POSLOVNEGA IZIDA Z	18
DRUGIM VSEOBSEGAJOČIM DONOSOM	18
3.1 Predstavitev vzorca	18
3.1.1 Raziskovalna vprašanja	18
3.1.2 Vzorec in podatki.....	19
3.1.2.1 Razdelitev družb v podskupine glede na osnovno dejavnost poslovanja	22
3.1.2.2 Razdelitev družb v podskupine glede na velikost	23
3.1.3 Omejitve vzorca.....	24
3.1.4 Opis vzorca s ključnimi računovodskimi podatki	24
3.2 Teoretične predpostavke	28
3.2.1 Panelna regresija.....	28
3.2.1.1 Izbira med modeli in mere primernosti.....	30
3.3 Opis modela	31
3.4 Rezultati raziskave.....	32
3.4.1 Testiranje prve hipoteze.....	32
3.4.2 Testiranje druge hipoteze.....	36
3.4.3 Testiranje hipotez s časovnim zamikom $t + 2$	40
3.4.3.1 Testiranje prve hipoteze	40
3.4.3.2 Testiranje druge hipoteze.....	42
SKLEP	43
LITERATURA IN VIRI	45

KAZALO TABEL

Tabela 1: Kratek pregled OCI po MSRP in U. S. GAAP	4
Tabela 2: Postavke OCI glede na prerazporeditev v IPI	5
Tabela 3: Komponente drugega vseobsegajočega donosa po MSRP	6
Tabela 4: Predstavitev postavk OCI po MSRP in SRS	7
Tabela 5: Družbe v vzorcu	19
Tabela 6: Predstavitev družb po dejavnosti.....	23
Tabela 7: Družbe glede na velikost	24
Tabela 8: Korelacijska matrika	33
Tabela 9: Deskriptivne statistike	34
Tabela 10: Rezultati testov	34
Tabela 11: VIF-test multikolinearnosti	35
Tabela 12: Rezultati FE-panelne regresije	35
Tabela 13: Vrednosti testa VIF	36
Tabela 14: Izbira najprimernejšega modela regresije	37
Tabela 15: Korelacijska matrika	38
Tabela 16: Rezultati FE panelne regresije.....	39
Tabela 17: Whitov test	40
Tabela 18: Družina regresijskih koeficientov	41
Tabela 19: Rezultati FE-regresije.....	41
Tabela 20: Družina regresijskih koeficientov	42
Tabela 21: Rezultati FE-regresije.....	43

KAZALO SLIK

Slika 1: Uporaba računovodskih standardov v preučevanem vzorcu	22
Slika 2: Primerjava povprečnih čistih poslovnih izidov po letih (v tisoč)	25
Slika 3: Primerjava povprečnih postavk po letih (v tisoč)	25
Slika 4: Primerjava povprečnih čistih prihodkov po letih (v tisoč).....	26
Slika 5: Povprečno stanje OCI v obdobju 2012–2016 (v tisoč).....	26
Slika 6: Povprečni denarni tok iz financiranja in naložbenja 2012–2016.....	27
Slika 7: Povprečni denarni tok iz poslovanja 2012–2016 (v tisoč).....	27
Slika 8: Normalna porazdeljenost ostankov	32
Slika 9: Korelacijska matrika	33
Slika 10: Normalna porazdeljenost ostankov	37
Slika 11: Graf heteroskedastičnosti – porazdelitev rezidualov in fiksnih vrednosti	38
Slika 12: Korelacijska matrika	39

SEZNAM KRATIC

AJPES – Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve

angl. – angleško

ASC – (angl. Accounting Standards Codification); kodifikacija računovodskih standardov

BS – bilanca stanja

DTP – denarni tok iz poslovanja

DTN – denarni tok iz naložbenja

DTF – denarni tok iz financiranja

EU – (angl. European Union); Evropska unija

FASB – (angl. Financial Accounting Standards Board); Odbor za računovodske standarde

IASB – (angl. International Accounting Standards Board); Odbor za mednarodne računovodske standarde

IPI – izkaz poslovnega izida

LM – Lagrange Multiplier test

MSR – Mednarodni standardi revidiranja

MSRP – Mednarodni standardi računovodskega poročanja

OCI – (angl. Other Comprehensive Income); drugi vseobsegajoči donos

PRIH – prihodki

PV – poštena vrednost

R² – determinacijski koeficient

R² adj – popravljeni determinacijski koeficient

RZP – razpoložljivi za prodajo

SRS – Slovenski računovodski standardi

U. S. GAAP – (angl. U.S. Generally Accepted Accounting Principles); ameriška splošno sprejeta računovodska načela

VIF – variančno inflacijski faktor

ZAP – zaposleni

ZRFRS – Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije

UVOD

Postavka drugi obsegajoči donos je pri uporabnikih razkritij v letnem poročilu dokaj nova in neprepoznavna. Papa, Petres, Schacht in Lu (2015) za trenutno stanje vidijo razloge predvsem v nejasnem razkritju ter nejasnosti uporabe tako s strani uporabnikov kot pripravljavcev. Pomemben razlog lahko najdemo tudi v njegovi nepredvidljivosti (Barton, Hansen & Pownall, 2010), saj je kot kazalnik najmanj predvidljiv v primerjavi z denarnimi tokovi in poslovnim izidom. Raziskave, ki preučujejo drugi vseobsegajoči donos po njegovih komponentah, predstavljajo dodano vrednost glede njegove uporabnosti.

Namen magistrskega dela je preučiti drugi vseobsegajoči donos in njegovo povezavo s poslovnim izidom. Odgovorila bom na vprašanje, ali je njegovo razkritje v letnem poročilu uporabno in smiselno. Usmerila se bom na uporabnost razkritja ter preučila možnost nadaljnjih raziskav in povezav med drugim vseobsegajočim donosom (angl. Other Comprehensive Income, v nadaljevanju OCI) in drugimi finančnimi razkritji podjetij. Izbrana kratica OCI je uporabljena zaradi lažjega branja besedila, da ne bi prišlo do zamenjave ter nerazumevanja-slovenska kratica bi bila DVD, kar bi bralec zlahka razumel napačno. Magistrsko delo je namenjeno tako študentom, ki se šele srečujejo z osnovnimi računovodskimi izkazi, kot tudi zahtevnejšim bralcem in uporabnikom letnih poročil, saj je literature v slovenskem jeziku, ki preučuje OCI, izredno malo.

Cilj magistrskega dela je s pomočjo panelne regresije ugotoviti, ali obstaja možnost napovedovanja prihodnjih dobičkov in denarnih tokov na osnovi drugega vseobsegajočega donosa v času $X+1$.

V teoretičnem delu bom uporabila deskriptivno metodo, torej pregled strokovne literature, člankov in stališč domačih ter tujih avtorjev s področja OCI. Uporabila bom metodo deskripcije in metodo kompilacije, saj bom povzela stališča avtorjev, ki so raziskovali OCI, njegove komponente ter povezavo z drugimi kazalniki uspešnosti. Empirični del magistrskega dela bo temeljil na analitični raziskavi finančnih kazalnikov in računovodskih izkazov. S statističnim programom bom analizirala podatke in skušala s pomočjo panelne regresije sprejeti ali zavreči zastavljene raziskovalne hipoteze.

Magistrsko delo je razdeljeno v tri sklope.

V prvem delu je predstavljen izkaz vseobsegajočega donosa in njegova druga komponenta, drugi vseobsegajoči donos. Predstavitev temelji na računovodskih standardih:

- Slovenski računovodski standardi (v nadaljevanju SRS),
- Mednarodni standardi računovodskega poročanja (v nadaljevanju MSRP) ter mednarodni standardi revidiranja (v nadaljevanju MSR),
- ameriška splošno sprejeta računovodska načela (angl. U. S. Generally Accepted Accounting Principles, v nadaljevanju U. S. GAAP).

V naslednjem delu bom predstavila tujo literaturo, ki obravnava OCI: predstavila bom pomen in prednosti razkritja. V podpoglavjih bodo opisane nekatere dosedanje študije, ki so preučevale povezave med vseobsegajočim donosom in drugimi računovodskimi izkazi.

Tretji empirični del opisuje rezultate ocene modela s panelno regresijo.

Raziskovalni hipotezi sta naslednji:

H1: Z drugim vseobsegajočim donosom je mogoče v letu X napovedati prihodnji poslovni izid v letu X+1.

H2: Z drugim vseobsegajočim donosom je mogoče v letu X napovedati prihodnje denarne tokove v letu X+1.

Določeni hipotezi bom poskusila potrditi na izbranem vzorcu nefinančnih družb, kotirajočih na ljubljanski borzi na dan 31. 12. 2017. Pridobljeni podatki so bili zbrani iz letnih poročil družb v obdobju 5 let (2012–2016) in obdelani v programskem okolju R Studio.

1 DRUGI VSEOBSEGAJOČI DONOS

1.1 Predstavitev vseobsegajočega donosa

Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije (v nadaljevanju ZRFRS) predstavlja vseobsegajoči donos v prvem standardu MSR. Opisuje ga kot spremembe v lastniškem kapitalu podjetja v obdobju, ki so posledica transakcij in drugih dogodkov iz drugih virov, ki niso lastniški. Njegova glavna sestavina je poslovni izid po MSRP, ki velja za primarni kazalnik finančne uspešnosti podjetja. Druga komponenta, drugi vseobsegajoči donos, je, kot pravita Rees in Shane (2012, str. 811) težje razložljiva in razumljiva, saj je sestavljena iz postavk, ki so predstavljene že v drugih razkritjih poročila določene družbe. V tabeli 1 so prikazani standardi, ki obravnavajo določene postavke v OCI.

Po SRS 21 (ZRFRS, 2016b) v Sloveniji OCI sestavljajo le družbe, ki so zavezane k reviziji. V nasprotju z MSR 1 (ZRFRS, 2016a), SRS (ZRFRS, 2016b) zahteva, da so postavke predstavljene brez povezanih davčnih učinkov (torej neto način), pri čemer znesek davka razkrijejo v pojasnilih. MSR in U. S. GAAP dopuščata možnost ali razkritje v bruto ali neto znesku.

V skladu z Zakonom o gospodarskih družbah (ZGD-1), Ur. l. RS, št. 42/2006, so k reviziji zavezane srednje in velike družbe – to so tiste, ki v dveh zaporednih poslovnih letih presegajo vsaj dva od naslednjih kriterijev:

- povprečno število zaposlenih presega 50,
- čisti prihodki od prodaje presegajo 8 milijonov (v nadaljevanju mio) evrov (v nadaljevanju EUR),

– vrednost aktive presega 4 mio EUR.

Med velike družbe spadajo tudi družbe, ki so v javnem interesu. To so družbe, s katerih vrednostnimi papirji se trguje na borzi.

V tabeli 1 so predstavljene kategorije in razlogi za vključitev postavk v OCI: večjo vlogo sta odigrala Odbor za računovodske standarde (angl. Financial Accounting Standards Board, v nadaljevanju FASB) in Odbor za mednarodne računovodske standarde (angl. International Accounting Standards Board, v nadaljevanju IASB). Kot bo razvidno v nadaljevanju, ameriški GAAPi natančneje specificirajo postavke OCI.

Glede na letnice uveljavitve standardov je v tabeli prikazan razvoj postavk OCI. Glavni trije projekti, ki so privedli do računovodstva OCI, so finančni instrumenti (1975), prevedbe v tuji valuti (1981) in vpliv upokojenskih računovodskih politik (1985). S temi projekti so se začele razprave o neposrednih knjiženjih v kapital. OCI je bil uporabljen tudi pri računovodenju varovanja pred tveganji, ki se je v letu 1998 institucionaliziral in se še naprej razvijal v današnje računovodenje varovanja pred tveganjem (Detzen, 2016).

Poglejmo si sestavine celotnega vseobsegajočega donosa po SRS (ZRFRS, 2016b):

»Prva postavka v izkazu vseobsegajočega donosa je Čisti poslovni izid obračunskega obdobja (podatek iz izkaza poslovnega izida).

Sledi postavka Spremembe revalorizacijskih rezerv iz prevrednotenja opredmetenih osnovnih sredstev.

Torej določeno opredmeteno osnovno sredstvo, ki ga družba pripozna po modelu revaloriziranja (model poštene vrednosti), mora biti razkrito v revaloriziranem znesku. To je poštena vrednost na določen dan, zmanjšana za kasnejše popravke vrednosti (amortizacija) in morebitne kasnejše nabrane izgube iz naslova oslabitev. Povečanje se prizna neposredno v kapitalu kot revalorizacijska rezerva. V primeru, da se kasneje knjigovodska vrednost zmanjša, se najprej zmanjša omenjena rezerva, razlika pa se pripozna kot poslovni odhodek v poslovnem izidu. Rezerva se odpravi, torej gre za spremembo v bilanci stanja, zato tega zneska ne moremo šteti kot prerazvrstitev, saj gre za spremembe v kapitalu.

Po SRS (ZRFRS, 2016b) morajo družbe izkazati finančne naložbe po njihovi pošteni vrednosti na presečni datum in dokazani (še nerealizirani) dobiček ali izgubo prikazati kot povečanje ali zmanjšanje rezerv iz naslova vrednotenja finančnega sredstva po pošteni vrednosti prek kapitala.

Tabela 1: Kratek pregled OCI po MSRP in U. S. GAAP

Postavka	Začetni razlog za vključitev	Pod vplivom	U. S. GAAP	MSRP¹
Finančni instrumenti	Industrijska praksa	FASB	SFAS 12 (1975), SFAS 115 (1993)	MSR 39 (1998), MSRP 9 (2016)
Prevedbe v tuji valuti	Zmanjšanje volatilnosti	FASB	SFAS 52 (1981)	MSR 21 (1983)
Varovanje pred tveganji	V skladu s prakso ²	FASB	SFAS 80 (1984), SFAS 133 (1998)	MSR 39 (1998), MSRP 9 (2016)
Pokojnine in dodatki	Zmanjšanje volatilnosti	FASB in IASB	SFAS 87 (1985), SFAS 106 (1990), SFAS 158 (2006)	MSR 19 (1983, revidirano 2004 in 2011)
Opredmetena in neopredmetena osnovna sredstva	Evropska praksa	IASB	/	MSR 16 (1982), MSR 38 (1998)

Vir: Detzen (2016, str. 3).

Naslednja postavka, Dobički in izgube, ki nastajajo iz prevedbe računovodskih izkazov podjetij v tujini, je posledica preračuna računovodskih izkazov iz tuje valute v EUR. SRS (ZRFRS, 2016b) te postavke ne obravnava, zato se moramo obrniti na MRS, standard 21 (ZRFRS, 2016a). Ta določajo pravila preračuna v predstavitevno valuto, tako da se poslovanje v tujini ustrezno vključi v računovodske izkaze družbe prek konsolidacije ali kapitalne metode (MSR).

¹ Razlika med MSR in MSRP je predvsem v času izdaje: MSR (1971–2001) postopoma dopolnjujejo in zamenjujejo MSRP.

² SFAS št. 80 je zahteval, da se vrednostne spremembe instrumentov za varovanje pred tveganjem pripoznajo neposredno v kapitalu, če so varovale sredstva, evidentirana po pošteni vrednosti, pri čemer so spremembe vrednosti pripoznane v kapitalu v skladu s št. 12 SFAS. Leta 1998 je FASB izdal SFAS št. 133, ki zahteva razkritje varovanja denarnega toka v OCI.

Tabela 2: Postavke OCI glede na prerazporeditev v IPI

Postavke, ki bodo lahko pripoznane v prihodnjem IPI	Postavke, ki pozneje ne bodo pripoznane v prihodnjem IPI
Učinkoviti del spremembe v poštenu vrednosti instrumenta za varovanje pred spremenljivostjo denarnih tokov	Čisti dobički/izgube, pripoznani v presežku iz prevrednotenja v zvezi z opredmetenimi osnovnimi sredstvi
Tečajne razlike	Nerealizirani aktuarski dobički in izgube
Pripis sprememb v kapitalu odvisnih in pridruženih družb	Izgube ob pripojitvi odvisnih družb
Odloženi davek	Odloženi davek

Vir: ZRFRS (2016a).

Zadnja postavka po SRS (ZRFRS, 2016b), Druge sestavine drugega vseobsegajočega donosa, zajema tiste postavke sprememb prihodkov in odhodkov, ki vplivajo na velikost lastniškega kapitala, niso pa zajete v druge, že omenjene postavke, niti ne v izkaz poslovnega izida. Gre torej za določene zasluge iz programov in so razlika med začetnim stanjem poslovnega leta in končnim stanjem na presečni datum. Evidentirajo se učinki ponovnih meritev čiste obveznosti za določene zasluge (primer: jubilejne nagrade, nagrade ob upokojitvi ipd.). Pod to postavko spadajo tudi dobički in izgube iz instrumenta za varovanje denarnega toka pred tveganjem. Ti zneski so prerazporejeni iz kapitala v poslovni izid (tabela 2) kot prilagoditev zaradi prerazvrstitev za obdobje, za katero velja varovanje tega denarnega toka in vpliva na poslovni izid.« (Odar, 2017).

V skladu s SRS (ZRFRS, 2016b) mora organizacija predstaviti postavke OCI brez povezanih davčnih učinkov (način neto). Za vsako postavko OCI mora znesek odloženega davka razkriti v pojasnilih. V tabeli 3 so predstavljene postavke OCI po MSRP (ZRFRS, 2016a).

1.2 Ključne razlike med U. S. GAAP in MSRP

V skladu z U. S. GAAP (FASB, 2011), je kodifikacija računovodskih standardov (angl. Accounting Standards Codification, v nadaljevanju ASC) 220-10 primarni vir in navodilo za poročanje o vseobsegajočem donosu. Po MSRP je to standard MSR 1 (ZRFRS, 2016b). V skladu z obema morajo subjekti poročati o sestavinah vseobsegajočega donosa v (1) enem enotnem izkazu vseobsegajočega donosa ali (2) dveh ločenih, vendar zaporednih izkazih.

Od leta 2013 FASB zahteva, da družbe poročajo o pomembnih zneskih, prerazvrščenih iz akumuliranega OCI (v nadaljevanju AOCI) v izkaz poslovnega izida za določeno obdobje, če to standard zahteva. V nasprotnem primeru, če prerazvrstitve v istem poročevalnem

obdobju niso v celoti zahtevane, se morajo podjetja navzkrižno sklicevati na druga razkritja in pojasnila (zahtevana v skladu z U. S. GAAP).

Tabela 3: Komponente drugega vseobsegajočega donosa po MSRP

Komponenta	Standard/referenca
Spremembe prevrednotovalnega popravka vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev in neopredmetenih osnovnih sredstev	MSR 16, MSR 38
Spremembe popravkov v čistih sredstvih ali obveznostih	MRSP 19
Tečajne razlike, ki izhajajo iz prevedbe lokalnih valut v valuto konsolidacije (prevedbene rezerve)	MSR 21
Nerealizirani dobički in izgube pri vrednostnih papirjih, merjenih po PV prek OCI	MRSP 9
Dobički in izgube od instrumentov, namenjenih za varovanje pred denarnim tokom	MSRP 9
Nerealizirani dobički in izgube iz kapitalskih naložb, izbranih za predstavitev v OCI	MSRP 9
Prilagoditve, povezane s spremembami kreditnega tveganja finančne obveznosti, izmerjene po pošteni vrednosti prek poslovnega izida	MSRP 9
Popravek napak in sprememb računovodske politike se pripozna zunaj poslovnega izida	MSR 8

Vir: ZRFRS (2016a).

V tabeli 4 so predstavljene postavke OCI po MRSP (ZRFRS, 2016a) in SRS (ZRFRS, 2016b). Poleg že omenjenega davka, ki se ga po SRS razkriva v pojasnilih, postavke OCI pa v neto učinkih, sta še dve večji razhajanja med SRS in MSRP. Prvi namreč zahtevajo, da se finančne naložbe v odvisne organizacije, pridružene organizacije in skupne podvige merijo ter obračunavajo le po nabavni vrednosti, torej niso predmet OCI (postavka 4). Druga razlika pa se nanaša na varovanje denarnih tokov in finančnih naložb. Del dobička ali izgube iz instrumenta za varovanje pred tveganjem, ki je opredeljen kot uspešno varovanje pred tveganjem, se namreč pripozna v OCI, neuspešni del dobička pa se pripozna v IPI (MSRP, 2016).

Tabela 4: Predstavitev postavk OCI po MSRP in SRS

MSR 1	SRS 21.8
1. spremembe prevrednotovalnega presežka 2. ponovne izmere programov z določenimi zasluži 3. dobički in izgube, ki izhajajo iz pretvorbe računovodskih izkazov poslovanja v tujini 4. dobički in izgube, ki izhajajo iz ponovne izmere finančnega sredstva, merjenega po PV prek OCI 5. efektivni del dobičkov in izgub iz instrumentov za varovanje pred tveganjem v varovanju denarnih tokov pred tveganjem	1. spremembe revalorizacijskih rezerv iz prevrednotenja opredmetenih osnovnih sredstev 2. spremembe rezerv, nastalih zaradi vrednotenja po pošteni vrednosti 3. dobički in izgube, ki izhajajo iz prevedbe računovodskih izkazov podjetij v tujini (vplivov sprememb deviznih tečajev) 4. dobički in izgube, ki izhajajo iz ponovne izmere finančnega sredstva, merjenega po PV prek OCI 5. druge sestavine vseobsegajočega donosa

Vir: ZRFRS (2016a) in ZRFRS (2016b).

2 PREGLED LITERATURE

2.1 Drugi vseobsegajoči donos in moč napovedovanja

Jones in Smith (2011) na izbranem vzorcu podjetij ugotavljata, da je OCI časovno nestabilen. Rezultati njune raziskave kažejo, da so prihodnja stanja vseobsegajočega donosa in OCI manj predvidljivi kot prihodnji dobički. Glede napovedovanja vrednosti se je izkazalo, da OCI lahko napove dobiček, vendar samo za eno leto vnaprej. Enako velja za napovedovanje denarnega toka, vendar je odziv manjši in pomembno variira. Na primeru štirinajst tisočih podjetij sta za obdobje 1976–2005 za napovedovanje prihodnjih donosov na delnico družbe primerjala naslednje postavke: čisti dobiček, denarni tok ter dobičke in izgube, razkrite v OCI. Ugotovitve glede OCI so bile naslednje:

- OCI je vrednostno relevanten za napovedovanje prihodnjih donosov, vendar pa manj od drugih spremenljivk;
- OCI je pozitivno, vendar neznačilno povezan z denarnim tokom v času $t + 1$ ter pozitivno in značilno povezan v času $t + 2$ in $t + 3$;
- ocenjena vrednost prihodnjih OCI je močna za nefinančna in podjetja s stabilnimi rezultati.

Tudi Barton, Hansen in Pownall (2010) ugotavljajo, da je vseobsegajoči donos najmanj predvidljiv kazalnik uspešnosti v primerjavi s prihodki od prodaje, EBITDO (dobiček pred obrestmi, davki, odpisi in amortizacijo), dobičkom pred davki in denarnim tokom. Raziskovalci so na splošno domnevali, da so dobički in izgube OCI prehodni (Barker, 2004; Chambers, Linsmeier, Shakespeare & Sougiannis, 2007; Lee, Petroni, Shen & Hirst, 2006), vendar iz različnih razlogov. Če vzamemo za primer neobičajne postavke (razkritja, ki so ločena od poslovnega izida, saj gre za nenavadne, neobičajne in enkratne dogodke), so te povezane s spremembami gospodarskih razmer. Določena postavka (npr. stroj kot osnovno sredstvo) običajno ne izkazuje dobička ali izgube vsakoletno. V nasprotju se sredstva in obveznosti, ki prinašajo dobičke in izgube v OCI, preračunajo v vsakem obdobju, zato se bodo dobički in izgube v OCI ponovili s časom za isto sredstvo ali obveznost. Dobitki in izgube, ki bi nastali pri prodaji, ne smejo biti prikazani kot nerealizirani dobički oz. izgube. Kljub temu dobički in izgube podjetja v OCI niso nujno prehodni (Cready, Lopez & Sisneros, 2010). Vodstvo podjetja odloča o naložbah in časovnem razporedu prodaje sredstev, financiranju pokojninskih načrtov in trajanju pogodb o izvedenih finančnih instrumentih (Lee, Petroni, Shen & Hirst, 2006). Posledično lahko dobički in izgube v OCI odražajo več kot le nepredvidljive spremembe tržnih pogojev.

Kumulativni dobički ali izgube OCI se bodo realizirali ob prodaji sredstva ali poravnavi obveznosti. Na primer, če se prodaja delnice, merjene skozi OCI z dobičkom, se ta dobiček v bilanci stanja odstrani iz akumuliranega vseobsegajočega donosa tako, da zmanjša OCI, hkrati pa se prizna tudi kot pozitivna komponenta v poslovnem izidu in kot pozitivni denarni tok. Po novem MSRP 9 (ZFRS, 2016a) pa ne bo prišlo do tega, pač pa bodo ostali dobički vedno v OCI. Po drugi strani lahko dobički in izgube ostanejo v bilanci več let, preden je sredstvo prodano ali obveznost poravnana. Emrick, Wasden in Young (2006) menijo, da je prilagoditev prevedbe v tuji valuti stalna komponenta kapitala v bilanci stanja (to je akumulirani OCI). Ne pričakujemo, da bodo te postavke realizirane, torej se tudi njihovi dobički in izgube ne prilagodijo ter ne bodo pripoznani kot odhodki (Emrick, Wasden & Young, 2006). Ugotovimo torej, da je nejasno, kakšna bo trajnost dobičkov in izgub iz OCI (Jones & Smith, 2011).

Ni še povsem jasno, ali dobiček natančneje napove denarne tokove kot pa OCI. Zgoraj omenjene študije ne preučujejo sposobnosti napovedovanja OCI in njegovih komponent, kot si jih predstavlja Ohlson (1999). Ta navaja, da so cene delnic določene po knjigovodski vrednosti in nenormalnem OCI. Ti zneski temeljijo na računovodstvu »čistega presežka«. Teorija »čistega presežka« navaja, da dobički in izgube, povezane z lastniškim kapitalom, niso vključeni v izkaz poslovnega izida. Teorija zahteva, da se vse spremembe v kapitalu delničarjev v obdobju, razen tistih, ki vključujejo transakcije z lastniki, poročajo v poslovnem izidu obdobja. Gre za spremembo med začetno in končno vrednostjo bilance stanja in poročanem poslovnem izidom za to obdobje. Torej, zakaj naj pričakujemo, da bodo dobički, ki ne temeljijo na računovodstvu »čistega presežka«, bolje predvideli prihodnje dobičke kot pa OCI, ki se bolj približa pojmu »čistega presežka«?

Landsman, Miller, Peasnell in Yeh (2011) v svoji študiji sledijo tej teoriji: rezultati avtorjev kažejo, da OCI ne napoveduje prihodnjih dobičkov. Ne nazadnje, Dong, Ryan in Zhang (2014) ugotavljajo, da prilagoditve zaradi prerazvrstitev v OCI, razen nerealiziranih dobičkov in izgub, lahko napovedo prihodnje donose.

Dhaliwal, Subramanyam in Trezevant (1999) so z uporabo Vuongovega testa odkrili, da je povezava močnejša med vseobsegajočim donosom z letnimi donosi kot s čistim dobičkom. Avtorji ugotavljajo, da čisti dobiček, prilagojen za nerealizirane dobičke in izgube pri vrednostnih papirjih, napove prihodnje donose bolje kot čisti dobiček. Avtorji prav tako ugotavljajo, da ima vseobsegajoči donos večjo pojasnjevalno moč za prihodnje donose za finančne družbe kot pa za nefinančne. Tako se zdi, da učinek izhaja iz nerealiziranih dobičkov in izgub na vrednostnih papirjih razpoložljivih za prodajo (v nadaljevanju RZP). Ti rezultati kažejo, da je poslovni model podjetja pomemben dejavnik, ali je primerno oceniti uspešnost podjetja glede na vseobsegajoče donose in komponente OCI.

Kanagaretnam, Mathieu in Shehata (2009) z uporabo Vuong testa ugotavljajo, da je pri razlagi donosnosti vseobsegajoči donos boljši od čistega dobička. Model neskončno razporejenih odlogov na čisti dobiček ima, vključno z nerealiziranimi dobički in izgubami pri vrednostnih papirjih RZP, višji prilagojeni determinacijski koeficient kot modeli, ki nadomeščajo nerealizirane dobičke in izgube pri varovanju denarnih tokov pred tveganjem ali popravkih tujih valut za nerealizirane dobičke in izgube pri vrednostnih papirjih RZP. Po Verbiču, Roglju in Pfajfarju (2014) je »model, ki vključuje poleg tekočih tudi odložene vrednosti pojasnjevalne spremenljivke, se imenuje model razporejenih (porazdeljenih) odlogov. To pomeni, da je vpliv spremembe pojasnjevalne spremenljivke na odvisno razporejen čez neko daljše razdobje. Če njegove dolžine ne določimo, torej ne opredelimo, do kod v preteklost želimo, dobimo model z neskončno razporejenimi odlogi.«

Kanagaretnam, Mathieu in Shehata (2009) so našli statistično značilnost, da so nerealizirani dobički in izgube pri vrednostnih papirjih, ki se merijo po pošteni vrednosti prek OCI in varovanju denarnega toka, znatno povezani s cenami delnic. Korelacije so bile negativne za nerealizirane izgube pri varovanju denarnega toka in pozitivne za nerealizirane dobičke pri varovanju denarnega toka. Poleg tega ti avtorji z uporabo Vuong testa ugotavljajo, da vseobsegajoči donos kot neodvisna spremenljivka bolje pojasnjuje cene delnic kot čisti dobiček.

Goncharov in Hodgson (2011) ugotavljata, da sta OCI in vseobsegajoči donos cenovno relevantna, vendar ne tako kot dobiček. Nobena od komponent OCI ni dovolj preučena (prevrednotovalni popravki, prilagoditve pretvorbe v tujo valuto in nerealizirani dobički ter izgube pri vrednostnih papirjih), ko se preverja dobiček in knjigovodska vrednost. Avtorja ugotavljata, da OCI pomembno vpliva na oceno cene delnic, predvsem postavke tečajnih razlik in prevrednotovalni popravki.

Chambers, Linsmeier, Shakespeare in Sougiannis (2007) so na vzorcu S&P 500 podjetij za obdobje 1994–2003 preučevali, ali se naložbeniki odločajo na osnovi korelacije med donosi in vseobsegajočim donosom. Avtorjem je uspelo primerjati ugotovitve po uveljavitvi SFAS 130 z ocenami OCI pred uveljavitvijo. S pomočjo regresije so primerjali vpliv čistega dobička in OCI na letne donose. Raziskava je pokazala, da je determinacijski koeficient nerealiziranih dobičkov in izgub na vrednostnih papirjih, ki kaže na njegovo razmerje z donosi, izjemno velik. Ta ugotovitev bi bila lahko skladna z naslednjimi razlagami:

- nerealizirani dobički in izgube na vrednostnih papirjih so konstantnejši kot čisti dobiček;
- vlagatelji uporabljajo nižjo diskontno stopnjo za nerealizirane dobičke in izgube na vrednostnih papirjih kot za realizirane dobičke;
- model, ki temelji na donosih, uporabljen za oceno ustreznosti komponent OCI, ni pravilno določen. Dong, Ryan in Zhang (2014) namreč nakažejo, da lahko nepravilna prerazvrstitev realiziranih dobičkov in izgub na vrednostne papirje RZP pojasni velik delež nerealiziranih dobičkov in izgub pri vrednostnih papirjih RZP.

Kot so poudarili Barth, Gomez-Biscarri in Kasznik (2017), se lahko vrednostni papirji RZP uporabljajo za upravljanje zaslužkov in regulatornega kapitala. Na podatkih več kot 6.000 bank, ki kotirajo na borzi v Združenih državah Amerike (za obdobje 1996–2011), so avtorji prikazali, da so dobički ali izgube iz RZP, ki jih je družba ustvarila, uporabljeni za izravnavo dobičkov in regulatornega kapitala. V študiji je bilo ugotovljeno, da če je bil dobiček pred prilagoditvijo dobičkov ali izgub iz vrednostnih papirjev pozitiven, se je običajno zabeležila izguba, dosežena pri prevrednotenju sredstev. Nasprotno, če je bil dobiček pred prilagoditvijo dobičkov ali izgub iz vrednostnih papirjev, merjenih prek OCI, negativen, se je zabeležil dobiček pri prevrednotenju sredstev. Te ugotovitve kažejo, da so realizirani dobički ali izgube iz vrednostnih papirjev uporabljeni za uravnavanje dobička v poročevalskih obdobjih. Zato je potrebno, da so naložbeniki pozorni in da spremljajo upravljanje z vrednostnimi papirji.

2.2 Drugi vseobsegajoči donos in njegovo razkritje

Nerealizirani dobički in izgube finančnih instrumentov se trenutno razkrivajo na različnih mestih v računovodskih izkazih. Ali se tveganost finančnih instrumentov (in z njimi povezanih dobičkov in izgub) razlikuje glede na to, kje se pripoznajo dobički in izgube (izkaz poslovnega izida v primerjavi z izkazom vseobsegajočega donosa)?

Pred sprejetjem posodobljenega ameriškega računovodskega načela št. 2011-05 (FASB, 2011) so bila podjetja dolžna predstaviti vseobsegajoči donos:

1. izkaz gibanja kapitala;
2. ločen izkaz vseobsegajočega donosa, ki se začne s čistim dobičkom in zaključi z vseobsegajočim donosom ter ne sledi izkazu poslovnega izida;

3. ločen izkaz vseobsegajočega donosa, ki se začne s čistim dobičkom, se konča z vseobsegajočim donosom in sledi izkazu poslovnega izida ali
4. enotni izkaz vseobsegajočega donosa, ki se začne s prihodki in konča z vseobsegajočim donosom.

(3) in (4) so trenutno dovoljeni v okviru ASC 2011-05 (FASB, 2011) in MSR 1 (ZFRS, 2016a).

Hodder, Hopkins in Wahlen (2006) so analizirala zmožnosti analitikov, da ocenijo uspešnost podjetja na osnovi vseobsegajočega donosa za prihodnje nakupe vrednostnih papirjev. Avtorji so za spremenljivko uporabili dobiček (uravnavanje dobička) in metodo predstavitve vseobsegajočega donosa (možnosti predstavljene v prejšnjem odstavku). Da je OCI predstavljen v izkazu gibanja kapitala, je opazilo samo 50 % anketirancev, medtem ko je 94 % anketirancev opazilo OCI kot samostojni izkaz. To znanje vključijo v svoje ocene cen delnic le, če je OCI predstavljen v izkazu vseobsegajočega donosa. Ti rezultati kažejo, da je predstavitev za vlagatelje pomembna – pravilno ocenijo uspešnost podjetja le, če je OCI prikazan v ločenem izkazu.

FASB 220 navaja, da lahko podjetja priznajo davčne učinke postavk OCI v istem izkazu ali pa jih razkrijejo v pojasnilih k računovodskim izkazom. Enako velja po MSR 1 (ZFRS, 2016a), SRS 21 (ZFRS, 2016b) pa določajo, da se OCI izkaže brez povezanih davčnih učinkov – ta znesek pa mora biti razkrit v pojasnilih. Vprašanje je torej, ali vlagatelji zaznavajo davčne učinke komponent drugače, če so davčni učinki vključeni v izkaz v primerjavi z učinki, predstavljenimi ločeno v razkritjih.

Nekateri menedžerji so menili, da bi vključevanje OCI v izkaz poslovnega izida poudarilo volatilitnost celotnega poslovnega izida. Avtorjem (Lee, Petroni, Shen & Hirst, 2006) v delu Cherry picking ne uspe dokazati, da poročanje OCI v izkazu vseobsegajočega donosa zmanjšuje volatilitnost celotnega dobička. To pomanjkanje dokazov je v nasprotju s trditvijo, da managerji želijo »skriti« volatilitnost OCI v izkazu gibanja lastniškega kapitala (Black, 2016).

Goncharov in Hodgson (2011) ugotavljata, da je vseobsegajoči donos manj konservativen kot čisti dobiček. Ali se konservatizem glede na predstavitev letnih izkazov s časom spreminja? Visoka stopnja volatilnosti pri izbiri računovodskih politik lahko kaže na to, da se vodstvo podjetja ukvarja z manipuliranjem poslovnega izida oz. t. i. računovodstvom »velike kopeli«. To je računovodski izraz, s katerim imenujemo strategijo posloводства za manipulacijo izkaza poslovnega izida družbe, da bi bili slabi rezultati videti še slabše, z razlogom, da bi bili rezultati v prihodnosti boljši. Pogosto se izvaja v slabem letu, da podjetje izboljša prihodnje prihodke na umeten način.

Papa, Petres, Schacht in Lu (2015) povzamejo, da je narava postavk OCI razlog, da je poslovni izid v prednosti pred izkazom OCI v očeh uporabnikov: izkaz OCI se večinoma uporablja za poročanje o spremembah vrednosti določenih sredstev in obveznosti (dobičkov

ali izgub), v izkazu poslovnega izida pa so pretežno poslovne dejavnosti – prihodki in odhodki. Ne samo, da so poslovni prihodki in odhodki sorazmerno stanovitejši med letom kot dobički ali izgube, prikazane v OCI, večja je tudi verjetnost, da je pričakovan dobiček primerljiv s pravim ob koncu obdobja. V nasprotju pa vrednost finančnih sredstev niha, tako da se za vsako obdobje poročanja pojavijo tako izgube kot dobički.

Študije o OCI kažejo, da vlagatelji bolje ocenijo uspešnost podjetja, če je ta predstavljena v izkazu vseobsegajočega donosa. Vendar pa so mešani dokazi o tem, kako je vrednostno pomemben OCI in kako ga predstavijo.

2.3 Drugi vseobsegajoči donos in tveganje volatilnosti

Hodder, Hopkins in Wahlen (2006) so z uporabo treh različnih meril dohodka (čisti dobiček, vseobsegajoči donos in dobiček po poštenu vrednosti (seštevek vseobsegajočega donosa in popravkov poštene vrednosti za nerealizirane dobičke in izgube pri finančnih instrumentih) želeli preučiti razmerje med volatilnostjo donosov in volatilnostjo dobička ter stroškom kapitala in volatilnostjo dobička. Izbrali so vzorec ameriških poslovnih bank od leta 1996 do 2004. Avtorji so ugotovili, da je vseobsegajoči donos bolj volatilen kot čisti dobiček. Volatilnost čistega dobička in vseobsegajočega donosa sta pozitivno povezani z volatilnostjo donosov. Vendar pa je nestanovitnost vseobsegajočega donosa bistveno negativno povezana s trgom vrednostnih papirjev, volatilnost čistega dobička pa je neznatno negativno povezana s kapitalskim trgom. Naraščajoča volatilnost vseobsegajočega donosa (razlika med volatilnostjo vseobsegajočega donosa in čistega dobička) je neznačilno pozitivno povezana z volatilnostjo donosov, ki je neznačilno povezana s trgom delnic in neznačilno negativno povezana z dolgoročno obrestno mero. Hodder, Hopkins in Wahlen (2006) ugotavljajo tudi, da naraščajoča nestanovitnost vseobsegajočega donosa, kot posledica volatilnosti OCI, ni bistvenega pomena za vlagatelje pri diskontiranju nenormalnih zaslužkov in ni povezana z oportunitetnimi stroški lastniškega kapitala. Te ugotovitve niso presenetljive, saj OCI ni del nenormalnega zaslužka, oportunitetni stroški kapitala pa temeljijo na napovedih zaslužka in dividend, ki se morda ne bodo odrazili v OCI.

Kanagaretnam, Mathieu in Shehata (2009) ugotavljajo, da so nerealizirani dobički in izgube pri varovanju denarnih tokov negativno povezani z donosi, predvsem zaradi negativnih nerealiziranih izgub, saj »dejavnosti varovanja kažejo, da podjetja proaktivno obvladujejo svoje tveganje tudi, če povzročijo izgubo« (Kanagaretnam, Mathieu & Shehata, 2009, str. 351). Raziskave bi lahko preučile, kako so menedžerji aktivni in uspešni pri zmanjšanju volatilnosti uspešnosti podjetij.

Za zdaj vemo bolj malo o tem, kaj določa razmerje med volatilnostjo OCI in tveganjem podjetja. Managerje skrbi, da bi vključitev OCI v računovodske izkaze povzročila volatilnost uspešnosti podjetja in prinesla manj stovitni donos, posledično pa manj vlagateljev. Na drugi strani pa bi raziskovalci lahko izvedeli več o volatilnosti OCI in z njim povezanimi

tveganji ter s preučevanjem volatilnosti posameznih komponent poskusili obrazložiti, kako vplivajo na nihanja lastnih donosov (Black, 2016).

Black (2014) se je v svojih esejih osredotočil na tveganost celotnega izkaza OCI namesto posameznih komponent vseobsegajočega donosa (vključno s komponentami poslovnega izida) iz treh razlogov:

- OCI je ločeno razkrit v računovodskih izkazih po U. S. GAAP in MSRP;
- analiziranje tveganj posameznih komponent bi lahko privedla do testiranja povezav med komponentami in njegove volatilnosti ter posledično do nepomembnih rezultatov;
- obstaja verjetnost, da bi se nepričakovani dogodki, ki so trenutno vključeni v poslovni izid, upoštevali v izkazu OCI. Trenuten trend ostaja prikaz uspešnosti podjetja kot enovit izkaz.

Nadalje je preučeval, ali je volatilnost komponent OCI povezana z volatilnostjo donosov vlagateljev. Rezultati na vzorcu bančnih holdingov so bili naslednji: volatilnost iz naslova nerealiziranih dobičkov in izgub iz vrednostnih papirjev RZP ter varovanju denarnega toka, na katere managerji običajno nimajo vpliva, je negativno povezana s tveganjem. Nasprotno, volatilnost izgub iz naslova oslabitev, nad katerimi imajo managerji sorazmerno večji vpliv, pa je pozitivno povezana s tveganjem. Rezultati potrjujejo domneve vlagateljev, da je volatilnost nerealiziranih dobičkov relativno manj pomembna in manj tvegana kot pa volatilnost izgub zaradi oslabitev, kar je informativni signal za tveganje. Te ugotovitve so tudi skladne z argumenti drugih avtorjev, ki trdijo, da se izgube zaradi oslabitev lahko zaznajo kot »negativni signali o naložbeni strategiji ali kakovosti«, medtem ko se izgube, ki niso posledica prevrednotenj, »lahko obravnavajo kot manj negativni signal o naložbeni strategiji ali kakovosti« (Badertscher, Burks & Easton, 2014).

Basel III (ali tretji Baselski sporazum ali Baselski standardi) je globalni, prostovoljno regulativni okvir za kapitalsko ustreznost banke, njeno testiranje v primeru izjemnih situacij in tržnega likvidnostnega tveganja. Potrdili so ga člani Baselskega odbora za bančni nadzor v obdobju 2010–2011. Implementacija se je že večkrat preložila (trenutno na 31. 3. 2019). Basel III je nastal kot odziv na pomanjkljivosti v finančni ureditvi, ki jih je razkrila finančna kriza 2007–2008. Namenjen je krepitvi kapitalskih zahtev banke s povečanjem likvidnosti bank in zmanjšanjem finančnega vzvoda.

Basel III prinaša spremembe v obravnavi akumuliranega OCI (angl. Accumulated other comprehensive income, v nadaljevanju AOCI) pri izračunu regulatornega kapitala za banke. Kapital prve stopnje meri plačilno sposobnost in moč banke. Pred letom 2014 in sprejetjem priporočil Baselskega odbora (Basel III) so bile številne komponente AOCI izključene iz izračuna kapitala prvega reda. Ta se uporablja za opis kapitalske ustreznosti banke in je osnovni kapital, ki vključuje lastniški kapital in razkrite rezerve. Lastniški kapital vključuje instrumente, ki jih ni mogoče izplačati. Kapital prvega reda v bistvu predstavlja sredstva, ki jih banka hrani, da bi ohranila delovanje vseh tveganih poslov, ki jih opravlja, kot so trgovanje/vlaganje in posojanje. Predtem so bile upoštevane samo nerealizirane izgube pri

lastniških vrednostnih papirjih ter dobički ali izgube, ki izhajajo iz prevedbe računovodskih izkazov podjetij v tujini –vplivov sprememb deviznih tečajev. (FDIC, 2013). Te se postopno vključujejo v kapital prve stopnje, in sicer od 20 % leta 2014, 40 % v letu 2015, 60 % v letu 2016, 80 % v letu 2017 in polno vključitev leta 2019 za največje banke (FDIC, 2013). Kar nekaj je nasprotnikov predloga (predvsem bančniki), saj bi vključitev teh postavk (predvsem nerealizirani dobički in izgube) vplivala na volatilitnost kapitala. Vendar Zvezdna depozitna zavarovalnica (angl. Federal Deposit Insurance Corporation, v nadaljevanju FDIC) kot podpornik ostaja neomajen: »FDIC meni, da predlagana obravnava AOCI boljše odraža dejansko tveganje institucij v določenem obdobju, ki jih nadzoruje FDIC. FDIC tudi meni, da je AOCI pomemben pokazatelj, ki ga tržni opazovalci uporabljajo za oceno kapitalske moči institucije, ki jo nadzoruje FDIC.« (FDIC, 2013, str. 148–149).

Black (2014) je nasprotnikom Basla III predložil dokaze, da je izračunani kapital prvega reda, vključno z več komponentami AOCI, kot to določata Basel III in FDIC, manj volatilen od kapitala prvega reda v skladu s predpisi pred Baslom III, in da volatilitnost komponent AOCI, ki so nove v kapitalu prvega razreda, niso pozitivno povezane s tveganjem.

V obdobju po Baslu III je na voljo več podatkov, saj več bank vključuje AOCI v kapital prvega reda. Analitiki bodo v prihodnje boljše ocenili vpliv novih zahtev za izračun kapitala. FDIC omenja več dejanskih učinkov, ki se lahko pojavijo zaradi predpisanih sprememb kapitalskih pravil. Prvo je, da lahko vključitev več AOCI komponent v kapital prvega reda povzroči, da bodo banke bolj vlagale v vrednostne papirje z nizko volatilitnostjo (FDIC, 2013). Drugič, analitiki FDIC prav tako trdijo, da bodo banke poskusile »povečati celotne ravni kapitala, da bi ustvarile varovalo pred regulatornimi minimumi, varovale ali zmanjšale zapadlost dolžniških vrednostnih papirjev, merjenih po PV prek OCI ali preusmerile več vrednostnih papirjev v svoj portfelj kot instrumente, merjene po odplačni vrednosti« (FDIC, 2013, str. 147). Prav tako tudi trdijo, da so lahko nekatere od zgornjih strategij še posebej drage in zahtevne za majhne banke ter bi lahko privedle do zmanjšanja posojil (FDIC, 2013). Ta vprašanja odpirajo možnosti za nadaljnje raziskave.

2.4 Drugi vseobsegajoči donos in koristnost

Raziskovalci Lee, Petroni, Shen in Hirst (2006) so se spraševali ali volatilitnost OCI poganjajo gospodarski temelji ali izbira menedžerskih poročevalskih politik. Torej je volatilitnost OCI bolj »pod nadzorom posloводства« kot volatilitnost čistega dobička (Bamber, Jiang, Petroni & Wang, 2010)? Poleg tega lahko podjetja zelo dobro spodbujajo svoje vodstvo, da izrecno poskušajo upravljati transakcije prek OCI – s strategijami varovanja pred tveganji. Te strategije so lahko zasnovane tako, da so rezultati vidni prek dobičkov in izgub ali pa jih je mogoče uporabiti za zavarovanje pred volatilitnostjo poslovanja. Čeprav je za večino podjetij in menedžerjev cena na trgih vrednostnih papirjev določena (pogoji popolne konkurence), upravljavci odločajo o vstopu in izstopu s finančnih trgov, kar lahko povzroči spremembe OCI in AOCI. Poleg tega menedžerji izbirajo vrsto varovanja v določeni okoliščini (poštena

vrednost in denarni tok) ter vrsto prodanega ali kupljenega vrednostnega papirja, ki vpliva na OCI in njegovo volatilnost.

Ali bi bilo smiselno, da bi pogodbe med principalom (lastnikom) in agentom (menedžerjem) vključevale tudi rezultate vseobsegajočega donosa in OCI? Ohlson (1999) navaja, da je odgovor v vprašanjih, ali je lastnik seznanjen s postavkami OCI in jih razume ter, ali zna predvideti OCI in druge kazalnike uspešnosti za prihodnost.

OCI je koristna informacija pri ocenjevanju kreditne sposobnosti za posojilodajalce (dolgoročne vlagatelje). Lee, Petroni, Shen in Hirst (2006) so preučevali OCI kot enega izmed kriterijev pri sklepanju posojilnih pogodb v obdobju 1996 – 2005 in opisali dolžniške zaveze. Na izbranem vzorcu sicer nobena vzorčna dolžniška zaveza ni eksplicitno napisana o vseobsegajočem donosu kot merilu. Ugotovili so, da ima 45 % vzorčnih posojilnih pogodb sklenjene finančne zaveze in da približno 90 % od teh vključujejo AOCI kot del čistega premoženja. Goncharov in Hodgson (2011) sta nakazala, da vseobsegajoči donos (ki vključuje OCI), odpravlja nekatere konservatizme, ki so neločljivo povezani s poslovnim izidom, kar ima za posledico manj konservativen kazalnik uspešnosti. Če je konservatizem značilen za informacije, ki so ključne pri sklepanju pogodb, je lahko vseobsegajoči donos kot kovenanta manj pomemben od poslovnega izida.

Po Ohlsonu (1999, str. 159), če bi bil OCI tranzitoren, potem bi moral biti izključen pri vrednotenju lastniškega kapitala in napovedovanju prihodnjih dobičkov, po drugi strani pa bi se postavke, ki se odražajo v AOCI, »nanašale na napovedovanje in vrednotenje«. Nadalje napovedovanje nepomembnosti pomeni, da gre za tranzitornost – potemtakem postavke OCI niso uporabne pri pogodbah. Vendar pa je vseeno menil, da so postavke OCI pravi pokazatelj vrednosti delnic zaradi njegovih učinkov na knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala prek AOCI. To je v skladu z Lijevo raziskavo (2010) o koristnosti OCI kot finančne zaveze pri sklepanju pogodb. Posojilodajalci ocenjujejo prihodnja izplačila posojil. Neto vrednost posojilojemalca je pomembna postavka pri ocenjevanju skozi čas in prikazuje njegovo sposobnost, da vrne posojilo.

Bamber, Jiang, Petroni in Wang (2010) so ugotovili, da je večja verjetnost, da bodo direktorji, ki so v strahu pred izgubo dela in pod velikim pritiskom lastnikov, poročali o vseobsegajočem donosu v izkazu sprememb lastniškega kapitala. Avtorji so sicer uporabili majhen vzorec podjetij, ki so v obdobju 1998–2001 spremenila metodo poročanja o vseobsegajočem donosu. Uspelo jim je dokazati, da je nagnjenost k spremembi poročanja o vseobsegajočem donosu odvisna od direktorjevih kapitalskih spodbud in njegovi manjši varnosti zaposlitve. Z drugimi besedami, močne spodbujevalne pravice glavnega izvršnega direktorja in nizka stopnja varnosti zaposlitve so dokazani razlogi za spremembo poročanja. Rezultati so, skupaj z drugimi (Lee, Petroni, Shen & Hirst, 2006), potrdili, da je upravljanje z dobičkom in kakovost razkritja povezana z izbiro predstavitve in kažejo, da so pogodbene spodbude managerjev pomembni dejavniki predstavitve vseobsegajočega donosa in OCI.

Tako domnevajo, da so v primeru volatilnosti OCI nagrade managerjev nižje. K temu naj bi botrovale vse večje veljave računovodskih izkazov, vendar pa to še ni raziskano.

Chambers, Linsmeier, Shakespeare in Sougiannis (2007) so razpravljali o argumentih za in proti ocenjevanju managerjev na osnovi vseobsegajočega donosa. Argument za je, da managerji ustvarjajo ali uničujejo vrednost podjetja, vključno s tistimi postavkami, ki se odražajo v OCI, kot so nerealizirani dobički in izgube pri vrednostnih papirjih. Nasprotno pa so avtorji poudarili, da je lahko uporaba OCI nepoštena, saj bi menedžerje ocenili za gospodarske dogodke, ki presegajo njihov neposredni nadzor, kot so na primer cena vrednostnih papirjev in nihanja menjalnih tečajev.

Vprašanje, kako vlagatelji cenijo, ovrednotijo in se odzivajo na OCI in njegove komponente, ostaja odprto. OCI se je v svoji sestavi spremenil in sčasoma so vsa podjetja (ki so zavezana k reviziji) začela razkrivati izkaz OCI. Naslednje odprto vprašanje je, katere komponente OCI so v določenih panogah pomembnejše in kako se ta pomen lahko razlikuje glede na mikroekonomske in makroekonomske razmere. Ker managerji sprejemajo odločitve, ki vplivajo na OCI in AOCI, in jih lahko vlagatelji, odbori direktorjev in posojilodajalci spodbujajo k izbiri računovodskih politik, bi raziskava, ki preučuje uporabnost OCI in AOCI, prispevala k našemu razumevanju. OCI in AOCI sta še naprej v središču standardnih in regulativnih debat o bankah, zato lahko dodatni dokazi o teh temah prispevajo tudi k pomembnim razpravam po vsem svetu (Black, 2016).

2.5 Drugi vseobsegajoči donos in pomembnost

Še posebej za banke in zavarovalnice je poročanje OCI pomembno, saj imajo te institucije velike kategorije sredstev in obveznosti, katerih dobičke ali izgube so zabeležene v postavkah OCI. Na primer vrednostni papirji, ki se merijo prek OCI, so del likvidnostnih sredstev, ki se uporabljajo za strukturno varovanje obveznosti s fiksno obrestno mero. Te vrednostne papirje hrani večina bank in nedavna študija (Papa, Petres, Schacht in Lu (2015)) je pokazala, da v povprečju ta sredstva predstavljajo 11 % vseh sredstev. Študija je v vzorec vzela 44 svetovnih bank (ZDA, Kanada, EU) za obdobje 2006–2013. Poleg tega banke pogosto uporabljajo izvedene finančne instrumente kot varovanje denarnega toka za varovanje pričakovane variabilne obrestne mere in transakcij v tuji valuti.

Zakaj vlagatelji večjo pozornost namenjajo dolžniškim in lastniškim vrednostnim papirjem, ki so merjeni po PV prek OCI, je Papa (2015) v svojih esejih povzel razlog v večjem vplivu na regulatorni kapital bank, saj je večji kot v preteklosti. Bonitetni regulatorji so namreč pod Baslom II bankam dovolili, da pri določanju regulatornega kapitala ponovno merjenje RZP ni potrebno. Basel III odpravlja to boniteto, zato »bodo ponovne meritve finančnih inštrumentov vplivale na regulatorni kapital« (Papa, 2015, str. 2). Novo izdani MSRP 9 (ZFRFS, 2016a) za računovodske instrumente, ki velja od leta 2018, ne pojmuje več vrednostnih papirjev kot RZP, vendar pa ta sprememba verjetno ne bo nevtralizirala vpliva sprememb vrednotenja vrednostnih papirjev na regulatorni kapital (Papa, 2015). V skladu z

MSRP 9 (ZFRS, 2016a) so merjenja lastniškega kapitala in dolžniških vrednostnih papirjev razvrščena kot poštena vrednost prek OCI in še vedno vplivajo na regulatorni kapital bank v državah, ki strogo upoštevajo zahteve Basla III.

Nadalje študije kažejo (Papa, Petres, Schacht & Lu (2015)), da imajo informacije OCI ekonomsko informativno vsebino in da so izgube iz OCI pogostejše kot izgube iz izkaza poslovnega izida. V tej smeri predlagajo naslednje ukrepe, ki bi omogočile in spodbudile vlagatelje, da povečajo nadzor in vključijo OCI pri njihovem vrednotenju in analizi uspešnosti:

1. izboljšanje predstavitve in razkrivanja postavk OCI s strani pripravljavcev finančnih poročil in piscev standardov;
2. obrazložitev namena OCI;
3. vključitev OCI v elektronske podatkovne zbirke podatkov, da se olajša dostop vlagateljem in drugim uporabnikom.

Raziskava je bila narejena na bankah, vendar avtorji menijo, da so priporočila uporabna tudi za zavarovalnice (za katere bi se lahko razširila uporaba OCI zaradi predlaganih standardnih posodobitev) in druge nefinančne institucije. Nissim (2011) je namreč v desetletni raziskavi ugotovil, da modeli, ki vrednotijo zavarovalnice na osnovi knjigovodske vrednosti (upoštevajoč razmerja med ceno delnice na trgu in njeno knjigovodsko vrednostjo), ki vključujejo nerealizirane dobičke ali izgube OCI, bolje predvidijo rezultate kot modeli vrednotenja, ki izključijo komponente OCI.

Raziskava avtorjev (Papa, Petres, Schacht & Lu, 2015) pojasnjuje stanje, zakaj je poslovni izid v očeh vlagateljev in drugih uporabnikov koristnejši od izkaza OCI:

- Izkaz OCI se večinoma uporablja za poročanje o spremembah vrednosti določenih sredstev in obveznosti (dobičkov ali izgub iz lastnine). V izkazu poslovnega izida so tudi poslovne dejavnosti – tokovi prihodkov in odhodkov. Ne samo, da so poslovni prihodki in odhodki sorazmerno manj nestanovitni med letom kot dobički ali izgube prikazani v OCI, ampak je tudi večja verjetnost, da je poslovni izid iz poslovanja (poslovni prihodki > stroški) sorazmeren s pričakovanji in uspehi prejšnjih let,
- OCI se uporablja tudi kot »premostitveni mehanizem« za uravnoteženje računovodskih neuskkljenosti in reševanje težav pri merjenju. Deležniki, ki upoštevajo OCI, se zavedajo, da izkaz ni tako ekonomsko pomemben kot izkaz poslovnega izida. Obstaja splošno mnenje, da so pisci standardov zahtevali uporabo OCI predvsem kot pomoč pri zmanjšanju nestanovitnosti čistega dobička in kot »odložišče za težave, ki jih je težko rešiti« (Papa, Petres, Schacht & Lu, 2015, str. 10).

Papa, Petres, Schacht in Lu (2015, str. 23) predlagajo naslednje spremembe, ki bi pripomogle k večji prepoznavnosti in uporabnosti OCI:

1. Izboljšana razkritja in predstavitev OCI

Eden od načinov signalizacije pomembnosti informacij OCI je izboljšana predstavitev in razkritje. Nasprotno pa družbe s slabim prikazom zavajajo vlagatelje, da OCI razen postavk ne zahteva dodatnih razkritij in pojasnil. Pisci finančnih poročil bi si morali prizadevati za skladnost s spodaj navedenimi načeli komunikacije in razkritij: (1) ustrezna označba in navzkrižna primerjava med finančnimi izkazi, (2) učinkovito razkritje postavk vrednostnih papirjev, (3) povečana razčlenitev postavk, ki so prerazvrščene iz OCI v izkaz poslovnega izida, (4) razčlenitev in izboljšanje razkritij zneskov iz naslova varovanja denarnih tokov ter razčlenitev po vrsti tveganja.

2. Namen OCI bi moral biti pojasnjen v konceptualnem okviru

Tako IASB kot FASB bi morala bolje pojasniti namen OCI znotraj konceptualnega okvira. Namen mora opisati vse razločevalne ali celo prekrivajoče se ekonomske značilnosti postavk, ki se poročajo v izkazu OCI v primerjavi s tistimi, ki so izkazane v izkazu poslovnega izida. Poudarek na namembnosti informacij OCI lahko prispeva k temu, da pripravljalci težijo k jasnejšemu razkritju postavk OCI. Prav tako lahko vlagatelje spodbuja, naj večjo pozornost namenijo postavkam OCI in njihovim ekonomskim značilnostim.

3. Podatkovne baze bi morale vsebovati podrobne informacije o OCI

Nekatere baze (npr. Bloomberg, Bankscope) vsebujejo informacije o OCI, vendar te ne razlikujejo: (1) vrstice po naravi postavke, (2) med bruto in neto, (3) med postavkami pred in po davku in (4) prerazvrstitvene zneske iz OCI v postavke izkaza poslovnega izida, s podrobnostmi.

3 EMPIRIČNA ANALIZA NAPOVEDOVANJA POSLOVNEGA IZIDA Z DRUGIM VSEOBSEGAJOČIM DONOSOM

3.1 Predstavitev vzorca

Naslednje poglavje obravnava zasnovo analize, vzorca in opisa zbiranja podatkov. Sledi opis modela in interpretacija dobljenih rezultatov.

3.1.1 Raziskovalna vprašanja

Cilj magistrskega dela je ugotoviti, ali obstaja povezava med drugim vseobsegajočim donosom, poslovnim izidom in denarnimi tokovi. Analiza v magistrskem delu stremi k odgovoru na naslednji zastavljeni hipotezi:

H1: Z drugim vseobsegajočim donosom je mogoče v letu X napovedati prihodnji poslovni izid v letu X+1.

H2: Z drugim vseobsegajočim donosom je mogoče v letu X napovedati prihodnje denarne tokove v letu X+1.

3.1.2 Vzorec in podatki

Analiza vključuje javne gospodarske družbe, ki so na dan 31. 12. 2017 kotirale na Ljubljanski borzi (prejšnja zadnja sprememba 12. 10. 2017). Podatki so zajeti za obdobje 5 let, torej od leta 2012 do 2016. Na dan 31. 12. 2017 je na Ljubljanski borzi kotiralo 44 družb. Iz analize so izključene holdinške družbe, finančne družbe in zavarovalnice. Razlog izločitve je v težnji po čim bolj homogenem vzorcu. V analizo je bilo tako vključenih 29 družb, ki so predstavljene v tabeli 5. Vzorec vsebuje tudi družbe, ki na borzi kotirajo z obveznicami (Adria mobil od leta 2015, DZS od 2013 in SIJ od leta 2015).

Tabela 5: Družbe v vzorcu

	Naziv družbe
1	Adria mobil, d.o.o., Novo mesto
2	Cetis, grafične in dokumentacijske storitve, d.d.
3	Cinkarna metalurško-kemična industrija Celje, d.d.
4	Datalab tehnologije, d.d.
5	Delo prodaja družba za razširjanje in prodajo časopisov, d.d.
6	Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji d. d.
7	DZS, založništvo in trgovina, d. d., Ljubljana
8	Gorenje gospodinjski aparati, d. d.
9	Impol 2000, d.d.
10	Inles proizvodnja, trženje in inženiring, d. d
11	Intereuropa globalni logistični servis, d.d.
12	Kompas shop, trgovina d.d.
13	Krka, tovarna zdravil, d. d., Novo mesto
14	Luka koper, pristaniški in logistični sistem, d.d.

15	Melamin kemična tovarna d. d. Kočevje
----	---------------------------------------

se nadaljuje

Tabela 5: Družbe v vzorcu (nadaljevanje)

16	Mlinotest živilska industrija, d. d.
17	Nama trgovsko podjetje d. d. Ljubljana
18	Nika investiranje in razvoj d. d. Brežice
19	Petrol, slovenska energetska družba, d. d., Ljubljana
20	Poslovni sistem Mercator d. d.
21	Salus promet s farmacevtskimi, medicinskimi in drugimi proizvodi, d. d.
22	Sij – slovenska industrija jekla, d. d., Ljubljana
23	Telekom Slovenije d. d.
24	Terme Čatež d. d. Čatež ob Savi
25	Terme Dobrna, termalno zdravilišče d. d.
26	Tovarna olja Gea d. d.
27	Union hoteli, d. d.
28	Unior kovaška industrija, d.d.
29	Zdravilišče Rogaška, d.d.

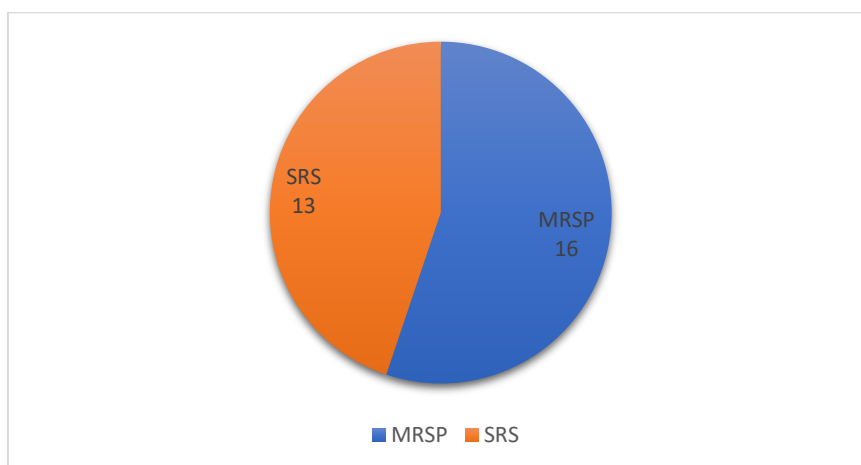
Vir: Ljubljanska borza (2017).

Na sliki 1 je predstavljeno število družb glede na uporabo računovodskih standardov. Od leta 2010 je po SRS 26 (ZRFRS, 2016b) obvezen prikaz izkaza vseobsegajočega donosa. Večina družb zaradi zahtev lastnikov ali pa skladno z zahtevami ZGD-1 zaradi izdelave konsolidiranih računovodskih izkazov uporablja mednarodne računovodske standarde.

Da bi se izognila prevelikim razlikam med družbami v vzorcu, so analizirani podatki (spremenljivke) relativizirani s sredstvi družbe. Tako dobljen rezultat sem pomnožila s 1000, da so bila v nadaljnji analizi uporabljena cela števila. Izpisani so podatki za obdobje 2012–2016.

Ker v bazah podatkov o OCI ni podatka, sem podatke zbrala ročno iz letnih poročil posameznih družb prek portala Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (AJPES). Drug vir podatkov so podatki, najdeni na Ljubljanski borzi. Uporabljeni podatki so revidirani in strokovno nadzorovani, torej jih lahko štejemo kot visoko zanesljive. Podatki so analizirani s pomočjo statističnega programskega okolja R Studio.

Slika 1: Uporaba računovodskih standardov v preučevanem vzorcu



Vir: *Adria mobil, d.o.o. (2013-2017); Cetis, d.d. (2013-2017); Cinkarna Celje, d.d. (2013-2017); Datalab tehnologije, d.d. (2013-2017); Delo prodaja, d.d. (2013-2017); DARS d. d. (2013-2017); DZS, d. d., (2013-2017); Gorenje d. d. (2013-2017); Impol, d.d. (2013-2017); Inles proizvodnja, trženje in inženiring, d. d (2013-2017); Intereuropa, d.d. (2013-2017); Kompas mejni turistični servis d.d. (2013-2017); Krka, d. d., (2013-2017); Luka Koper, d.d. (2013-2017); Melamin d. d. (2013-2017); Mlinotest, d. d. (2013-2017); Nama, d. d. (2013-2017); Nika, d. d. (2013-2017); Petrol, d. d., (2013-2017); Poslovni sistem Mercator d. d. (2013-2017); Salus, d. d (2013-2017); Sij, d. d. (2013-2017); Telekom Slovenije d. d. (2013-2017); Terme Čatež d. d. (2013-2017); Terme Dobrna, d. d. (2013-2017); Tovarna olja Gea d. d. (2013-2017); Union hoteli, d. d. (2013-2017); Unior kovaška industrija, d.d. (2013-2017); Zdravilišče Rogaška, d.d. (2013-2017).*

3.1.2.1 Razdelitev družb v podskupine glede na osnovno dejavnost poslovanja

Glede na osnovno dejavnost poslovanja so družbe v nadaljnji analizi razdeljene na osnovi Standardne klasifikacije dejavnosti 2008 (SKD) na 4 podskupine:

- proizvodna dejavnost (SKD skupina C Predelovalne dejavnosti in skupina M Strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti);
- trgovinska dejavnost (SKD skupina G Trgovina);
- telekomunikacije, logistika in energetska dejavnost (SKD skupina H Promet in skladiščenje ter skupina J Informacijske in komunikacijske dejavnosti);
- turistična dejavnost (SKD skupina I Gostinstvo).

Razdelitev po posameznih družbah je podrobneje prikazana v tabeli 6.

Tabela 6: Predstavitev družb po dejavnosti

Dejavnost	Proizvodna dejavnost	Turistična dejavnost	Trgovska dejavnost	Telekomunikacije, logistika in energetska dejavnost
Družbe	Cetis d.d. Cinkarna Celje d.d. Gorenje d.d. Inles d.d. Krka d.d. Unior d.d. SIJ d.d. Melamin d.d. Adria Mobil d.o.o. Mlinotest d.d. Gea d.d. Impol d.d.	Terme Čatež d.d. Terme Dobrna d.d. Union hoteli d.d. Zdravilišče Rogaška d.d.	Delo d.d. Kompas Shop d.d. Nama d.d. Mercator d.d. Salus d.d. Nika d.d.	Intereuropa d.d. Luka Koper d.d. Petrol d.d. Telekom Slovenije d.d. DARS d.d. Datalab d.d.
Število	12	4	7	6

Vir: Ljubljanska borza (2017).

3.1.2.2 Razdelitev družb v podskupine glede na velikost

Po ZGD-1 med velike družbe sodijo subjekti javnega interesa, borze vrednostnih papirjev in družbe, ki morajo pripravljati konsolidirano letno poročilo.

Da družbo štejemo pod veliko, mora po ZGD-1 izpolnjevati še dva od treh pogojev:

- povprečno število zaposlenih presega 250,
- vrednost aktive presega 20 mio EUR,
- čisti prihodki od prodaje presegajo 40 mio EUR.

Zadnji kriterij, višina letnih čistih prihodkov je nad 40 mio EUR, sem uporabila kot kriterij pri razdelitvi vzorca na velike in srednje družbe glede na leto 2016.

Razdelitev po posameznih družbah je podrobneje prikazana v tabeli 7.

Tabela 7: Družbe glede na velikost

Velikost	Velika Družba	Srednja družba
Družbe	Adria Mobil d.o.o. Mlinotest, d.d. Delo d.d. Cinkarna Celje d.d. Gorenje d.d. Kompas Shop d.d. Mercator d.d. Krka d.d. Luka Koper d.d. Petrol d.d. Telekom Slovenije d.d. DARS d.d. Unior d.d. SIJ d.d. Melamin, d.d. Salus d.d.	Terme Čatež d.d. Terme Dobrna d.d. Union hoteli d.d. Cetis d.d. DZS, d.d. Intereuropa d.d. Inles d.d. Nama d.d. Gea d.d. Nika, d.d. Datalab d.d. Impol d.d. Zdravilišče Rogaška d.d.
Število	16	13

Vir: Ljubljanska borza (2017).

3.1.3 Omejitve vzorca

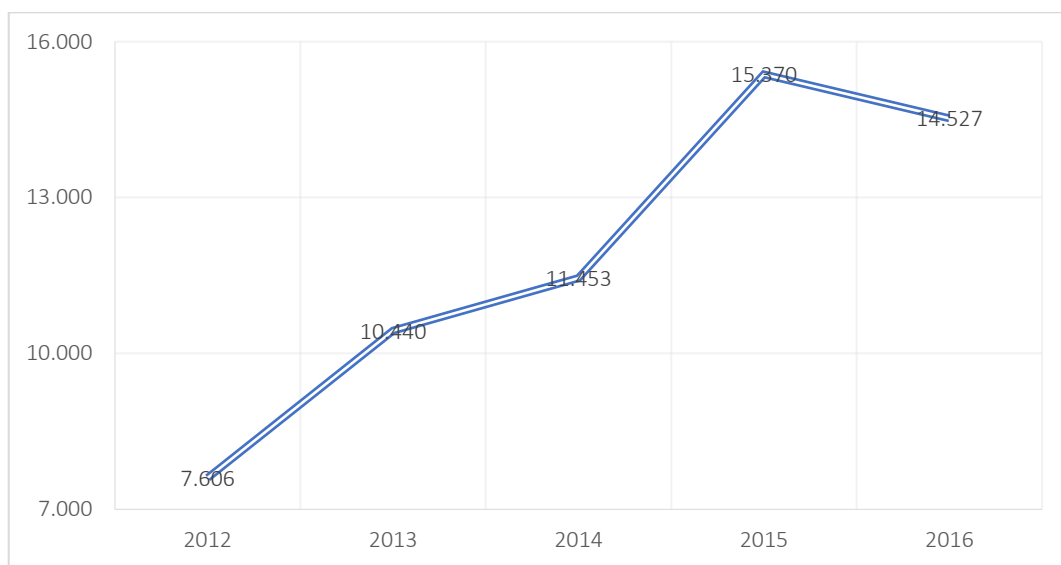
Kot je navedeno v tabeli 5, družbe Adria Mobil d.d., DZS d.d. in SIJ d.d. niso v celotnem obravnavanem obdobju kotirale na borzi. Za družbe Adria Mobil d.o.o. (v letu 2016), DARS (v letih 2012 in 2013), Melamin d.d. (v letih 2012 in 2013), Terme Dobrna (v letih 2012 in 2013) je bila vsota postavk OCI v nekaterih letih enaka 0.

Vzorec navedenih 29 družb, vključenih v analizo, je precej manjši kot v večini primerljivih raziskav v tujini – Jones in Smith (2011) analizirata 14.435 družb v obdobju 1976–2005, vendar je slovenski kapitalski trg zelo majhen, kar lahko opravičuje manjši vzorec.

3.1.4 Opis vzorca s ključnimi računovodskimi podatki

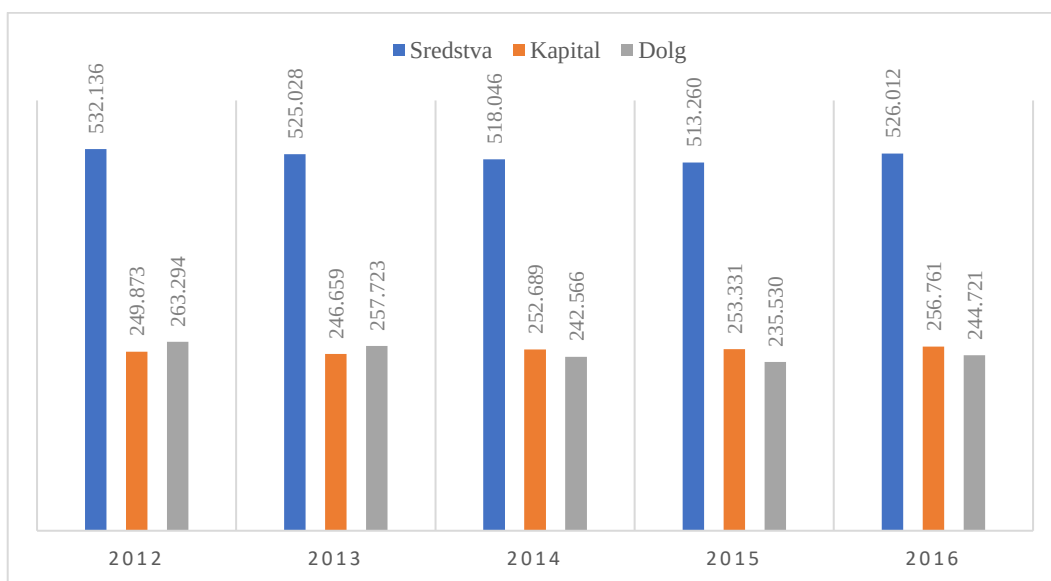
V letu 2016 so analizirane družbe ustvarile 421 mio EUR dobička iz poslovanja, kar predstavlja skoraj enkratno povečanje glede na leto 2012 (220 mio EUR). Na sliki 2 so predstavljene povprečne vrednosti prihodkov po letih s standardnim odklonom 2,8 mio EUR.

Slika 2: Primerjava povprečnih čistih poslovnih izidov po letih (v tisoč)



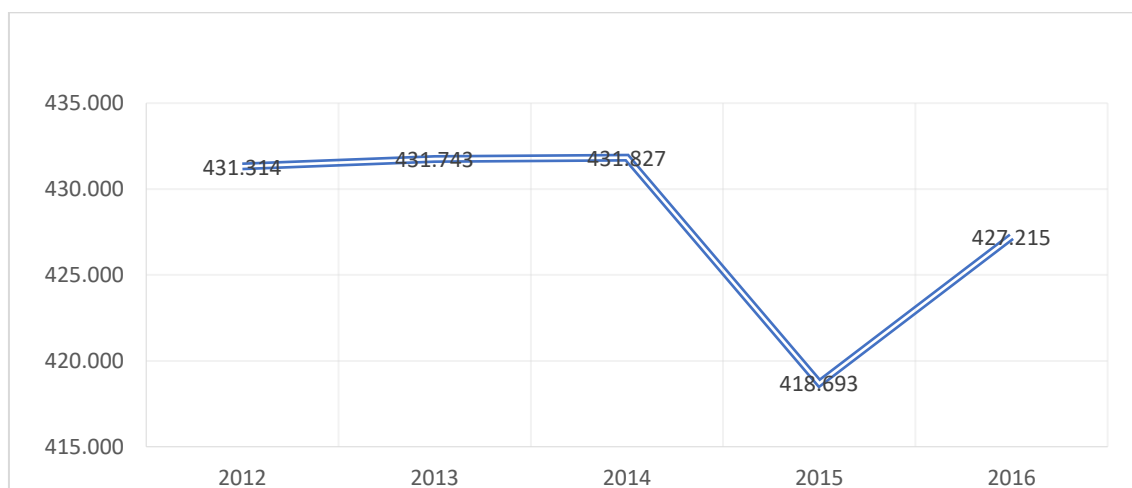
Vir: Letna poročila preučevanih družb (2012-2016).

Slika 3: Primerjava povprečnih postavk po letih (v tisoč)



Vir: Letna poročila preučevanih družb (2012-2016).

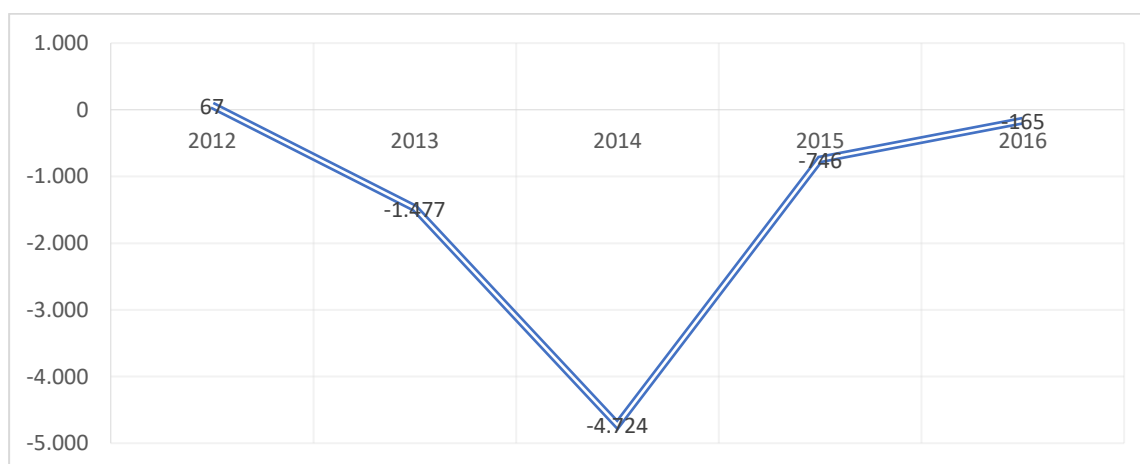
Slika 4: Primerjava povprečnih čistih prihodkov po letih (v tisoč)



Vir: Letna poročila preučevanih družb (2012-2016).

S slik 3 in 4 je razvidno, da so bilančne postavke nihale v okviru $\pm 2\%$: povprečno stanje virov sredstev v bilanci stanja je bilo v letu 2016 526 mio EUR (standardni odklon 6,5 mio EUR v obdobju) in kapital 256 s standardnim odklonom 3,4 mio EUR za preučevano obdobje. Če izvzamem družbo DARS, ki je imela v preučevanem obdobju povprečno stanje sredstev v znesku 5,6 milijarde EUR, dobim relevantnejše podatke: v povprečju je preučevana družba imela v obdobju 341 mio EUR sredstev in 170 mio EUR kapitala. Družbe so se v obravnavanem obdobju razdolževale, v 2016 pa je viden porast finančnih obveznosti (čas ugodnejšega financiranja).

Slika 5: Povprečno stanje OCI v obdobju 2012–2016 (v tisoč)



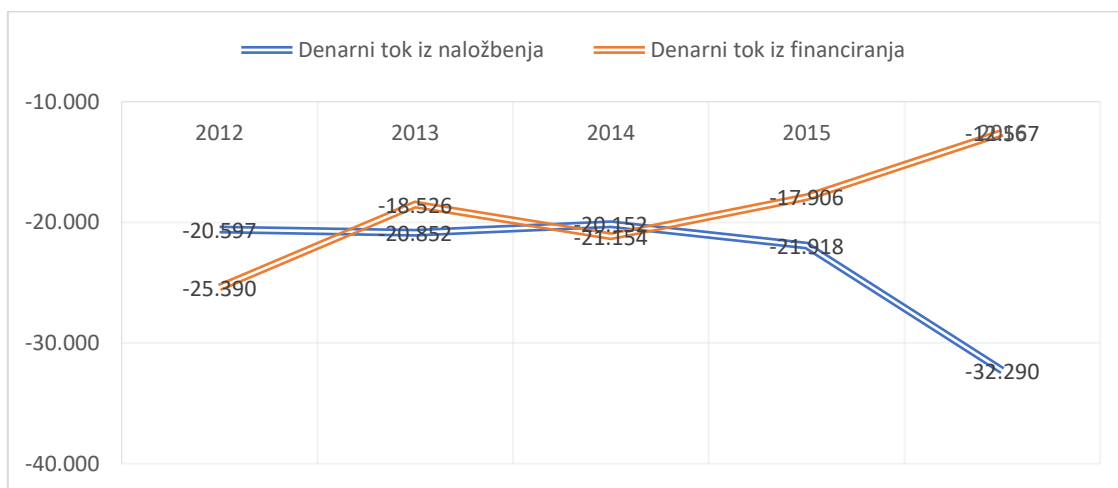
Vir: Letna poročila preučevanih družb (2012-2016).

Slika 5 predstavlja povprečni OCI družbe v vzorcu skozi preučevano obdobje. Povprečno stanje OCI s standardnim odklonom 1,7 mio EUR je $-1,4$ mio EUR. Kot je razvidno, je najvišji padec OCI v letu 2014, ki ga pripisujemo največjim igralcem na trgu: Krka d.d.

razkriva zmanjšanje za 50 mio EUR iz naslova prevedbenih rezerv in 17 mio EUR iz naslova aktuarskih izgub (ostala leta se OCI giblje okoli 13 mio EUR). PS Mercator d.d. je v tem letu slabil zemljišča – negativni učinek znaša 40 mio EUR (ostala leta OCI okrog 8 mio EUR).

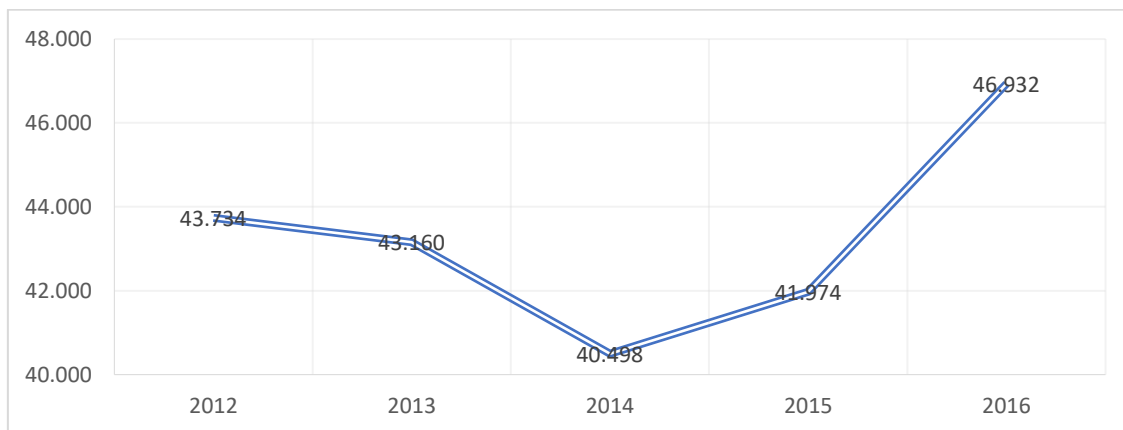
Poglejmo še denarne tokove (sliki 6 in 7). Povprečno stanje denarnih tokov iz poslovanja s standardnim odklonom 2 mio EUR je 43 mio EUR. Tudi pri teh postavkah je razvidno okrevanje gospodarstva in izboljševanje razmer na trgu (UMAR, 2016). Bančno kreditiranje je bilo sicer za celotno gospodarstvo dokaj v krču. Kot je razvidno s slike, so se obveznosti iz financiranja aktivnejše poplačevala. Denarni tok iz financiranja sledi temu trendu. Posledično so naložbe v osnovna sredstva in finančne naložbe večja. Denarni tokovi pri financiranju (predvsem izdatki za dane finančne obresti in odplačila finančnih obveznosti) se obratno sorazmerno gibajo z naložbenjem.

Slika 6: Povprečni denarni tok iz financiranja in naložbenja 2012–2016



Vir: Letna poročila preučevanih družb (2012-2016).

Slika 7: Povprečni denarni tok iz poslovanja 2012–2016 (v tisoč)



Vir: Letna poročila preučevanih družb (2012-2016).

3.2 Teoretične predpostavke

Prvi del podpoglavja je namenjen predstavitvi statistične tehnike, ki sem jo uporabila za preučitev izbrane hipoteze.

3.2.1 Panelna regresija

Ekonometrija je definirana kot veda, ki daje empirično vsebino ekonomskim razmerjem. Tri ključne sestavine so ekonomska teorija, ekonomski podatki in statistične metode (Baltagi, 2008, str. 3). S pomočjo regresijske metode iz množice podatkov o odvisni in pojasnjevalnih spremenljivkah pridobimo razumevanje o njihovih medsebojnih razmerjih. Rezultat metode so koeficienti spremenljivk v enačbi, ki pojasnjuje medsebojna razmerja. V zadnjem času je ekonometrija, predvsem s pomočjo napredka informacijske tehnologije, ki omogoča obdelavo velikih količin podatkov ob zanemarljivih stroških, dosegla velik napredek (Baltagi, 2008, str. 3).

Panelni podatki so podatki, pri katerih opazujemo več spremenljivk hkrati v več zaporednih obdobjih. Podatki nam prikazujejo dve informaciji: informacije, ki se nanašajo na izbrano obdobje in se odražajo kot razlike med spremenljivkami, druga vrsta informacij pa razkriva spremembe spremenljivke v izbranem obdobju. Kot pravi Gujarati (2004, str. 636), »panelni podatki vsebujejo tako informacije časovne narave kot informacije prostorske narave«.

Panelna regresija se uporablja za preučevanje pojavov, ki jih periodično in sistematično opazujemo v času. Te metode prilagodijo regresijske metode panelnim podatkom. Osnovna modela za preučevanje sta modela s fiksnimi in naključnimi učinki, ki bosta predstavljena v nadaljevanju.

Gujarati v svojem delu Osnovna ekonometrija (Gujarati, 2004) predstavi prednosti panelnih podatkov:

- Ker se podatki o panelih nanašajo na posameznike, podjetja, držav itd., se sčasoma, v teh enotah pojavi heterogenost. Te tehnike ocenjevanja podatkov panelov lahko izrecno upoštevajo heterogenost tako, da jo prezrcalijo v vzorec skupaj z individualnimi specifičnostmi spremenljivke.
- S kombiniranjem časovnih vrst opazovanj, podatki panelov dajejo »bolj informativne podatke, večjo variabilnost, manj kolinearnosti med spremenljivkami, več stopinj prostosti in večjo učinkovitost.« (Gujarati, 2004, str. 652).
- S preučevanjem ponovnih, že analiziranih podatkov so panelne analize primernejše za proučevanje dinamike sprememb, kot na primer mobilnost delovne sile, razlogi dolgoročne brezposelnosti.
- Panelni podatki bolje zaznajo in merijo učinke, ki jih preprosto ni mogoče opaziti v analizah časovne vrste podatkov. Na primer, učinke zakonov o minimalni plači na

zaposlenost in plačo je mogoče bolje preučiti, če vključimo zaporedne valove minimalnih povišanj v minimalnih plačah v državi.

- Panelni podatki omogočajo študij bolj zapletenih vedenjskih modelov. Na primer pojavov, kot so ekonomije obsega in tehnološke spremembe, je mogoče bolje obdelati s panelno analizo kot z analizo časovne vrste podatkov.
- Vzorcem, ki vsebujejo več tisoč enot, lahko s panelnimi podatki zmanjšamo pristranskost, ki bi lahko nastala, če združimo posamezne enote v večjo skupino.

Omeniti velja še nekatere druge prednosti panelne regresije. Metode omogočajo, da običajni regresiji doda komponento čas – na ta način nam uspe nadzorovati tudi spremenljivke, ki jih ne vključimo v analizo, so pa časovno konstantne. Opazujemo samo spremembe odvisne spremenljivke v času (Baltagi, 2008).

V analizi sem na začetku uporabila metodo navadnih manjšinskih kvadratov. Sledila je regresija s fiksnimi učinki (angl. fixed effect ali FE-regresija) in regresija z naključnimi učinki (angl. random effects ali RE-regresija). S pomočjo F-testa in Hausmanovega testa sem se odločila za ustrežnejšo. Rezultat testa odgovori na vprašanje, ali so stalni individualni učinki povezani z regresijskimi koeficienti. Ta nam z vrednostjo p pove, katera metoda je učinkovitejša napram manj učinkovitejši, vendar konsistentnejši. Najprej bom predstavila metodo obdelave podatkov ter splošni model in ga aplicirala na podatke za izbrane družbe v časovnem obdobju 2012–2016. Glede na dobljene rezultate se bom odločila, ali bi bilo smotrno logaritmirati podatke in s tem dobiti konsistentnejše rezultate.

Linearna regresija z metodo navadnih manjšinskih kvadratov

Splošni linearni regresijski model vzorčnih podatkov je cenilka regresijskih koeficientov regresijskega modela. Z metodo OLS (angl. Ordinary least squares) ocenjena regresijska funkcija vzorčnih podatkov poteka skozi točko, ki jo določajo povprečne vrednosti spremenljivk. Ta metoda zagotavlja, da je vsota ocenjenih vrednosti odvisne spremenljivke enaka vsoti njenih dejanskih vrednosti (Pfajfar, 2006, str. 44).

Metoda stalnih učinkov – FE-regresija (angl. Fix Effects Regression)

Velja za osnovno metodo panelne regresije. Z uporabo notranje regresijske cenilke, panelnim podatkom prilagodi modele s fiksnimi učinki. Uporabljamo jo v primerih, ko želimo nadzorovati v model ne vključene spremenljivke, ki se razlikujejo med enotami, a so konstantne v času (Pfajfar, 2006). Metoda je najučinkovitejša v primerih, ko imamo relativno malo število primerov in več časovnih obdobj. Kot primer uporabe lahko navedemo raziskave, ki se osredotočajo na določeno število npr. podjetij, držav.

Metoda naključnih učinkov – RE-regresija (angl. Random Effects Regression)

Uporabimo jo v primerih, ko ocenjujemo, da nekatere vključene spremenljivke, ki so konstantne v času, variirajo med enotami, druge pa variirajo v času in so konstantne med

enotami. Ta metoda z uporabo cenilke (matrika tehtanih povprečij cenilk znotraj in med skupinami) GLS (angl. generalized least squares, generalizirani najmanjši kvadrati) prilagodi modele panelnim podatkom. Model je uporaben, kadar raziskujemo vzorec naključno izbranih subjektov iz populacije (Pfajfar, 2006).

Po Baltagiju (2008, str. 11) je osnovna enačba izbranih modelov panelne regresije naslednja:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta * X_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

kjer Y predstavlja odvisno spremenljivko, X neodvisno spremenljivko, i subjekt opazovanja ter t časovno komponento. u je regresijska napaka:

$$u_{i,t} = \mu_i + v_{i,t} \quad (2)$$

μ predstavlja neopažen individualen učinek, ki je časovno neodvisen in vsebuje vse individualne učinke, ki niso zajeti v regresijski analizi. v označuje ostalo napako.

Model FE-regresije predpostavlja, da je vrednost $X_{i,t}$ neodvisna od $v_{i,t}$ za vse i in t . μ_i je nespremenljiv in stalen, ostala napaka $v_{i,t}$ pa neodvisna, stohastična in identično razporejena.

V modelu RE-regresije je vrednost $X_{i,t}$ neodvisna, prav tako tudi $v_{i,t}$ in μ_i , s tem, da je slednji slučajen.

3.2.1.1 Izbira med modeli in mere primernosti

Breusch-Pagan Lagrange multiplier test nam odgovori na vprašanje, ali je FE/RE-regresija ustrežnejša od metode manjšinskih kvadratov (OLS). Ničelna hipoteza v LM- testu je, da so variance okrog subjektov enake nič. To pomeni, da ni pomembnih razlik med enotami (ni učinka panela) (Pfajfar, 2006).

Kot že omenjeno, nam Hausmanov test pove, katera metoda FE- ali RE-regresija je ustrežnejša. S tem testom preverimo ničelno hipotezo, da so koeficienti ocenjeni s cenilko naključnih učinkov enaki kot koeficienti, ocenjeni s cenilko fiksnih učinkov. V primeru, ko je značilna p-vrednost večja od 0,05, uporabimo naključne učinke. V nasprotnem primeru, ko dobimo značilno p-vrednost, pa uporabimo regresijo fiksnih učinkov (Pfajfar, 2006).

Uporabljene mere za določanje kakovosti modelov in koeficientov:

- pogoj za izračun regresijske analize, tj. normalnost porazdelitve ostankov, je bila izračunana z uporabo Jarque-Bera testa, ki ocenjuje normalnost porazdelitve ostankov. Uporabljena funkcija se imenuje tseries (v okolju R). Za izračun testa se uporablja skupna statistika, ki upošteva koeficiente asimetrije in sploščenosti porazdelitve ostankov (Trapletti, Hornik & LeBaron, 2018);

- problem multikolinearnosti sem preverjala z uporabo merjenja variančno inflacijskega faktorja (VIF). Multikolinearnost predstavlja težavo v primerih, ko je kvadratni koren vrednosti VIF večji od 2. Funkcija za izračun faktorja je uporabljena v paketu *bstats*, katere rezultat so vrednosti VIF za posamezno spremenljivko, poleg tega pa tudi vrednosti števila pogojevanj in vsoto lastnih vrednosti količnika $1/(\text{lastnimi vrednostmi})$ (Williams, 2015);
- kot zadnjo mero primernosti sem naredila test homoskedastičnosti varianc. Za zavrnitev ničelne hipoteze o prisotnosti heteroskedastičnosti je bil uporabljen Whitov test konstantnosti variance (paket *bstats*) (Wang, 2011);
- sledil je izračun OLS-, FE- in RE-regresije, determinacijski koeficient (R^2) in popravljeni koeficient determinacije ($R^2 \text{ adj.}$), v sklopu katere je bila ocenjena pojasnjevalna moč modela;
- za primerjavo modelov regresije je bil uporabljen Hausmanov in Breusch-Paganov test, kot ju predvideva paket *stats* (R Core Team and contributors worldwide, 2017) v okolju R.

3.3 Opis modela

Regresijska funkcija, ki jo bom uporabila pri testiranju prve hipoteze in analizi podatkov, opisuje povezanost med odvisno spremenljivko *IZID* in uporabljenimi neodvisnimi spremenljivkami. Razvidna je iz enačbe (3):

$$IZID_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 * OCI_{i,t} + \beta_2 * PRIH_{i,t} + \beta_3 * DTP_{i,t} + \beta_4 * ZAP_{i,t} + \beta_5 * DOLG_{i,t} + u_{i,t} \quad (3)$$

pri čemer je *IZID* poslovni izid, *OCI* drugi vseobsegajoči donos, *PRIH* prihodki od prodaje, *DTP* denarni tok iz poslovanja ter kontrolni spremenljivki *ZAP* zaposleni in *DOLG* finančni dolg iz financiranja. Konstanta β predstavlja čas in družbo. Vrednosti odvisne in neodvisnih spremenljivk se v času spreminjajo. Tako odvisna kot neodvisne spremenljivke so relativizirane s sredstvi družbe.

Izbrane spremenljivke sledijo preučevanim raziskavam v delu. Tako so na primer Kanagaretnam, Mathieu in Shehata (2009) v analizi povezave med poslovnim izidom in *OCI* kot neodvisne spremenljivke med drugimi uporabili vrednost kapitala in čiste prihodke. Nadalje raziskava Khana in Bradburya (2016), ki sta določila denarne tokove in dolg kot spremenljivki, pojasnjuje mojo izbiro uporabljenih spremenljivk v modelih. Ne nazadnje je bila spremenljivka zaposleni naknadno izbrana kot kontrolna spremenljivka, saj vpliva na izračun rezervacij za odpravnine in jubilejne nagrade, razlike med leti pa so prikazane v *OCI*, ki jih prikazuje večina družb v analizi.

V nadaljevanju, pri testiranju druge hipoteze, bom uporabila regresijsko funkcijo, ki opisuje povezanost med odvisno spremenljivko *DTP* in uporabljenimi neodvisnimi spremenljivkami. Razvidna je iz enačbe (4):

$$DTP_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 * OCI_{i,t} + \beta_2 * PRIH_{i,t} + \beta_3 * ZAP_{i,t} + \beta_4 * DOLG_{i,t} + u_{i,t} \quad (4)$$

pri čemer je DTP denarni tok iz poslovanja, PRIH prihodki od prodaje, OCI drugi vseobsegajoči donos. Kontrolni spremenljivki sta ZAP zaposleni in DOLG finančni dolg iz financiranja. Konstanta β predstavlja čas in družbo. Vrednosti posamezne odvisne in neodvisnih spremenljivk se v času spreminjajo. Tako odvisna kot neodvisne spremenljivke so relativizirane s sredstvi družbe. Razlogi za izbor teh spremenljivk so že opisani pod prvim modelom. Deskriptivne statistike odvisne in neodvisnih spremenljivk so predstavljene v nadaljevanju v podpoglavju Testiranje druge hipoteze.

3.4 Rezultati raziskave

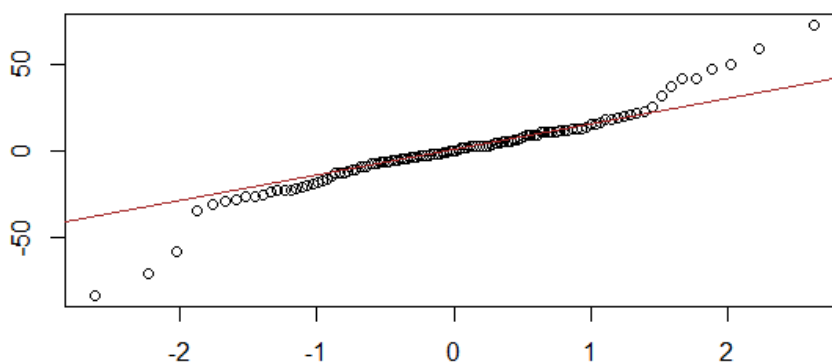
3.4.1 Testiranje prve hipoteze

V poglavju o izbiri med modeli in merami primernosti sem že omenila teoretični pristop. V nadaljevanju sledijo izračunane vrednosti za postavljen model.

Normalno porazdeljenost ostankov sem potrdila z Jarque-Bera testom, katerega rezultat je statistično različen od nič in je predstavljen v tabeli 10.

Normalno porazdelitev lahko potrdim tudi na primeru grafa, ostanki pa so razporejeni ob črti pod kotom 45 stopinj.

Slika 8: Normalna porazdeljenost ostankov



Vir: lastno delo.

V tabeli 8 je prikazana korelacijska matrika neodvisnih spremenljivk. Negativna povezanost med spremenljivkama je označena z *, pozitivna pa z **.

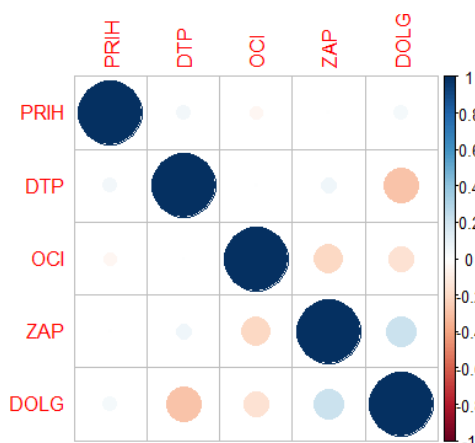
Tabela 8: Korelacijska matrika

	PRIH	DTP	OCI	ZAP	DOLG
PRIH	1	0,052	−0,043	0	0,047
DTP	0,052	1	0,002	0,064	−0,289*
OCI	−0,043	0,002	1	−0,204*	−0,159
ZAP	0	0,064	−0,204*	1	0,219**
DOLG	0,047	−0,289*	−0,159	0,219**	1

Vir: lastno delo.

Povezanost (korelacijo) med spremenljivkami kaže tudi slika 9. Temnejša modra barva kaže večjo pozitivno korelacijo, temnejša rdeča pa negativno korelacijo. Velikost kroga prav tako kaže moč povezave.

Slika 9: Korelacijska matrika



Vir: lastno delo.

V tabeli 9 so prikazane lastnosti celotnega izbranega vzorca: minimum, maksimum, mediana, povprečje ter prvi in tretji kvartil. Kot že omenjeno v predstavitvi vzorca, so zbrani podatki za obdobje 2012–2016. Ker model upošteva časovni zamik odvisne spremenljivke za eno leto, so podatki za spremenljivko IZID zajeti v obdobju 2013–2016, za ostale neodvisne spremenljivke (OCI, PRIH, DTP, DOLG in ZAP) pa za obdobje 2012–2015. Da sem v analizo vzela primerljivejše podatke, sem spremenljivke relativizirala s sredstvi družbe. S tem sem pridobila tudi boljše in uporabnejše rezultate. Minimum in maksimum predstavljata najmanjšo in največjo vrednost koeficienta, tako za IZID −148,1 ter 141,4. Prvi kvartil predstavlja vrednost, od katere je 25 % vrednosti slučajne spremenljivke manjših in 75 % vrednosti večjih od vrednosti kvartila. Obratno velja za tretji kvartil. Mediana (ali

središčnica) je statistični parameter, ki (podobno kot povprečje) podaja srednjo vrednost statističnega znaka. Za koeficient PRIH znaša 786,9. Ker je členov sodo število, je aritmetična sredina za koeficient PRIH 1.356,5 (Bregar, Pfajfar & Ograjenšek, 2009).

Tabela 9: Deskriptivne statistike

Koeficient	Minimum	1. kvartil	Mediana	Aritmetična sredina	3. kvartil	Maksimum
IZID	-148,1	0,8	12,82	17,8	38,4	141,4
DOLG	1,4	24,4	40,7	39,9	55,5	71,3
PRIH	4,9	352,8	786,9	1.356,5	1.376,6	4.781,56
DTP	-60,3	38,7	67,6	80,2	116,3	343,8
OCI	-87,2	-1,5	0	0,1	0,9	83,2
ZAP	0	146,5	354,1	2.296,1	1.548,8	22.769

Vir: lastno delo.

Pri obdelavi podatkov sta Lagrange Multiplier (v nadaljevanju LM) in Hausmanov test pokazala, da je razlika v koeficientih značilna, torej FE-model daje boljše rezultate kot RE. V nadaljevanju so prikazani rezultati. Primerjava med FE-modelom in metodo navadnih najmanjših kvadratov daje prednost prvemu, saj je vrednost $p < 0,05$.

Tabela 10: Rezultati testov

Test	Stopinje prostosti	p-vrednost	Razlaga testa
Jarque-Bera test	2	5,503 ⁻¹²	Statistična značilnost
LM test		2,347 ⁻⁸	Statistična značilnost
Hausmanov test	5	0,518	En model je nekonsistenten
Whitov test	2	0,0016	Statistična značilnost

Vir: lastno delo.

V tabeli 11 so predstavljeni rezultati VIF-testa glede multikolienarnosti spremenljivk. Vrednosti so nižje od 2, zato multikolienarnost med spremenljivkami ni problematična.

Tabela 11: VIF-test multikolinearnosti

Koeficient	PRIH	DTP	OCI	DOLG
Vrednost	1,01	1,12	1,06	1,19

Vir: lastno delo.

Preverim še en problem regresije: prisotnost heteroskedastičnosti, ki zmanjšuje zaupanje v izbrani model in posledično kakovost napovedi. Kot pravi Pfajfar (2006) o heteroskedastičnosti govorimo takrat, ko se razpršenost odvisne spremenljivke s spreminjanjem vrednosti pojasnjevalnih spremenljivk spreminja. Naša predpostavka je namreč, da se razpršenost ne spreminja, torej da je naša varianca konstantna. Če to ni tako, je treba spremeniti model. Na ta način vrednost neodvisnih spremenljivk ostaja nepristranska, ni pa več tako učinkovita.

Za testiranje heteroskedastičnosti sem uporabila Whitov test, rezultat testa pa je viden v tabeli 10. P-vrednost je višja od 0,05, torej lahko potrdim ničelno hipotezo, da je varianca preostalih spremenljivk konstantna in sklepam, da heteroskedastičnost v izbranem modelu ni prisotna.

Tabela 12 prikazuje rezultate FE-regresije: številke v prvem stolpcu nam povedo, za koliko se v povprečju spremeni Y (izid), če se X (OCI, prihodki, denarni tokovi) spremeni za 1 enoto.

Tabela 12: Rezultati FE-panelne regresije

Koeficient	Vrednost b	Std. napaka	t	p (> t)
OCI	-0,1884	0,2030	-0,9281	0,3554
PRIH	-0,0016	0,0009	-1,6791	0,0961**
DTP	0,2657	0,0533	4,9872	0,0023***
ZAP	0,0002	0,0009	0,2096	0,8344
DOLG	-0,4994	0,2094	-2,3845	0,0189*

Legenda: * koeficient, značilen pri $\alpha < 0,01$, **koeficient, značilen pri $\alpha < 0,05$, *** koeficient, značilen pri $\alpha < 0,001$; t-stolpec predstavlja vrednost t-testa; stolpec p (> |t|) pa verjetnost, da je koeficient značilno različen od 0.

Vir: lastno delo.

Rezultati v zadnji vrstici p ($> |t|$) nam dajo odgovor na testiranje hipoteze, da je vsak koeficient drugačen od 0. Za zavrnitev te teze mora biti p -vrednost manjša od 0,05. V tem primeru lahko rečemo, da ima spremenljivka pomemben vpliv na odvisno spremenljivko X . V našem vzorcu ima spremenljivka DTP velik vpliv na spremenljivko IZID. Rezultat za OCI je 0,35, kar jasno zavrača hipotezo 1 o povezanosti OCI in poslovnega izida.

P -vrednost za neodvisno spremenljivko OCI je 0,36, kar pomeni, da je OCI statistično neznačilen glede napovedovanja prihodnjih dobičkov. Iz rezultatov analize modela lahko razberem, da je pri stopnji značilnosti $\alpha < 0,01$ značilna spremenljivka DOLG. Pri stopnji značilnosti $\alpha < 0,05$ je značilna spremenljivka PRIH in pri stopnji značilnosti $\alpha < 0,001$ spremenljivka DTP. Vpliv spremenljivke DOLG predstavlja, da če se finančni dolg poveča za 1 EUR *ceteris paribus*, se v povprečju poslovni izid zniža za pol EUR, če se prihodki od prodaje povečajo za 1 EUR *ceteris paribus*, se v povprečju poslovni izid zniža za 1 cent ter če se denarni tok iz poslovanja poveča za 1 EUR *ceteris paribus*, se v povprečju poslovni izid zviša za 0,27 EUR.

Determinacijska koeficienta (angl. *R-Squared in Adj. R-Squared*) v vrednosti 0,29 in 0,24 merita, kolikšen delež celotne spremenljivke Y je pojasnjen z variiranjem spremenljivk X . Bližje, kot je 1, več variance smo pojasnili z izbranim regresijskim modelom. Torej je s spreminjanjem ene od neodvisnih spremenljivk pojasnjenih 24 % spreminjanja (variance) celotnega modela in obratno.

Da je izbran model primeren, mora biti vrednost $p < 0,05$. P -vrednost FE-regresije za izbran vzorec je 5,2e-07. V zgornjem modelu p -vrednost zadostuje temu pogoju. Lahko zaključim, da je izbran model kljub dokaj nizkemu determinacijskemu koeficientu primeren.

Da bi mi uspelo potrditi ničelno hipotezo o povezanosti poslovnega izida in OCI, sem sestavila nov model, ki upošteva časovni zamik $t + 2$. Zaradi jasnejše predstavitve so rezultati tega modela in analize predstavljeni v podpoglavju 3.3.3.

3.4.2 Testiranje druge hipoteze

Tabela 13: Vrednosti testa VIF

Spremenljivka	PRIH	IZID	OCI	ZAP	DOLG
Vrednost testa 1	10,768	9,616	1,277	1,153	1,426
Vrednost testa 2	1,216	/	1,209	1,145	1,139

Vir: lastno delo.

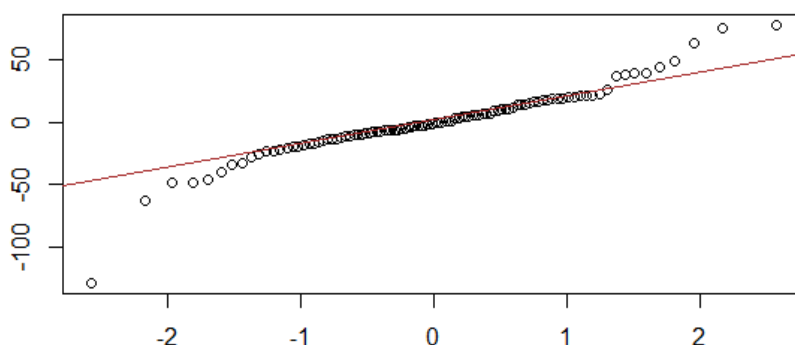
V prvem poskusu sestave modela sem vključila iste spremenljivke kot v primeru testiranja prve hipoteze. VIF test je pokazal, da je multikolinearnost prisotna (vrednosti kvadratov nad

4). S tem ko sem iz modela izključila neodvisno spremenljivko IZID, je bil problem multikolinearnosti rešen. Vrednosti VIF-testa so razvidne iz tabele 13, kjer so prikazane vrednosti obeh modelov.

Normalno porazdeljenost ostankov sem potrdila z Jarque-Bera testom, katerega rezultat je statistično različen od nič in je predstavljen v tabeli 14.

Normalno porazdelitev lahko potrdim tudi na primeru grafa, ostanki so razporejeni ob črti pod kotom 45 stopinj.

Slika 10: Normalna porazdeljenost ostankov



Vir: lastno delo.

Tabela 14: Izbira najprimernejšega modela regresije

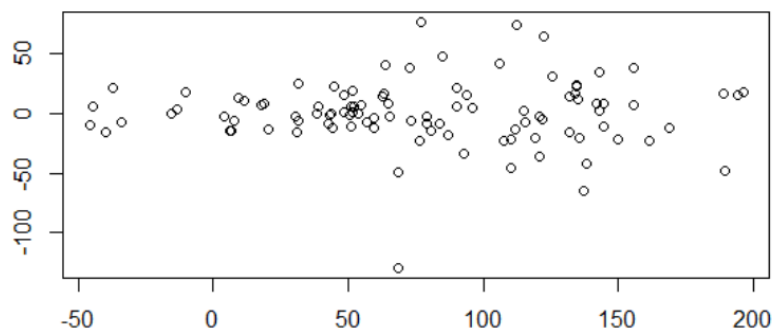
Test	Stopnje prostosti	p-vrednost	Razlaga testa
Jarque-Bera test	2	$2,2^{-16}$	Statistična značilnost
LM-test	—	$2,26^{-7}$	Statistična značilnost
Hausmanov test	6	$9,29^{-6}$	En model je nekonsistenten
Whitov test	2	0,02	Statistična značilnost

Vir: lastno delo.

Pri obdelavi podatkov je Hausmanov test pokazal, da je razlika v koeficientih značilna, torej FE-model daje boljše rezultate kot RE. Primerjava med FE modelom in metodo navadnih najmanjših kvadratov (LM-test) daje prednost prvemu. Vrednost p je $< 0,05$ zato je primerneje uporabiti rezultate FE-regresije.

P-vrednost Whitovega testa je 0,53, kar potrjuje, da heteroskedastičnost ni prisotna v izbranem modelu. Ta trditev je vidna tudi na sliki 11, kjer so reziduali prerazporejeni po celotni površini slike.

Slika 11: Graf heteroskedastičnosti – porazdelitev rezidualov in fiksnih vrednosti



Vir: lastno delo

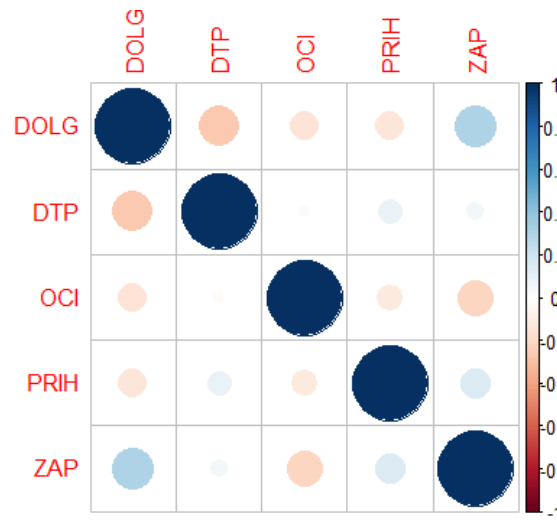
Tabela 15: Korelacijska matrika

	DOLG	DTP	OCI	PRIH	ZAP
DOLG	1	-0,267*	-0,143	-0,138	0,3**
DTP	-0,267*	1	-0,024	0,096	0,051
OCI	-0,143	-0,024	1	-0,114	-0,22*
PRIH	-0,138	0,096	-0,114	1	0,155
ZAP	0,3**	0,051	-0,22*	0,155	1

Vir: lastno delo.

Korelacijo med spremenljivkami kaže tudi slika 12 in tabela 15. Negativna povezanost med spremenljivkama je označena z *, pozitivna pa z **. Temnejša modra barva kaže večjo pozitivno korelacijo, temnejša rdeča pa negativno korelacijo. Velikost kroga prav tako kaže moč povezave.

Slika 12: Korelacijska matrika



Vir: lastno delo.

Poglejmo rezultate FE-regresije, ki so prikazani v tabeli 16. Rezultati v zadnjem stolpcu p ($> |t|$) nam dajo odgovor na testiranje hipoteze, da je vsak koeficient značilno različen od 0. V našem vzorcu nobena izmed spremenljivk nima vpliva na odvisno spremenljivko DTP pri stopnjah značilnosti pod $\alpha < 0,05$. Rezultat za OCI je $p = 0,8943$, kar jasno zavrača drugo hipotezo o povezanosti OCI in denarnega toka iz poslovanja.

Tabela 16: Rezultati FE panelne regresije

Koeficient	Vrednost	Std. napaka	t	p ($> t $)
PRIH	−0,0002	0,0002	−0,6851	0,4955
OCI	0,0280	0,2103	0,1333	0,8943
ZAP	−0,0534	0,0330	−1,6189	0,1100
DOLG	0,4327	0,7831	0,5526	0,5823

Vir: lastno delo.

Determinacijska koeficienta modela sta v vrednosti 0,086 in −0,3101. S spreminjanjem vseh neodvisnih spremenljivk je pojasnenih 8,6 % spreminjanja (variance) denarnega toka. Prilagojen determinacijski koeficient je negativen, kar kaže na zelo slabo pojasnjevalno moč modela. P-vrednost FE-regresije za izbran model znaša 0,361. Zaključujem, da izbran model ni primeren, saj je mejna vrednost p-testa $< 0,05$. Glede na analizirane rezultate zaključujem, da izbran model ni primeren in zavračam tudi drugo hipotezo obravnavanega problema tega dela.

3.4.3 Testiranje hipotez s časovnim zamikom $t + 2$

Jones in Smith (2011) sta v raziskavi prišla do zaključka, da je OCI pomembno pozitivno povezan z denarnim tokom v času $t + 2$. Na tej podlagi sem sestavila nova modela, ki sta razvidna v nadaljevanju. Ker gre za enake podatke kot v prejšnjih modelih, sem se osredotočila samo na testiranje modela FE-regresije. Zajeti podatki so za odvisno spremenljivko v obdobju 2013–2016, za neodvisne spremenljivke pa za obdobje 2012–2014.

Za uporabljene podatke so bili pogoji za regresijsko funkcijo preverjeni že v prejšnjih modelih. Najpogostejši problem, heteroskedastičnost, pa sem ponovno preverila z Whitovim testom. Rezultati za oba modela so predstavljeni v tabeli 17. P-vrednost testov ne presega mejne vrednosti 0,05, zato lahko zaključim, da heteroskedastičnost ni prisotna v novih modelih s časovnim zamikom $t + 2$.

Tabela 17: Whitov test

Model	Stopinje prostosti	p-vrednost
Model 1 (enačba 5)	2	0,021
Model 2 (enačba 6)	2	0,006

Vir: lastno delo.

3.4.3.1 Testiranje prve hipoteze

Prva regresijska funkcija, ki opisuje povezanost med odvisno spremenljivko IZID in uporabljenimi neodvisnimi spremenljivkami, je razvidna iz enačbe (5)

$$IZID_{i,t+2} = \alpha + \beta_1 * OCI_{i,t} + \beta_2 * PRIH_{i,t} + \beta_3 * DTP_{i,t} + \beta_4 * ZAP_{i,t} + \beta_5 * DOLG_{i,t} + u_{i,t} \quad (5)$$

pri čemer je IZID poslovni izid, OCI drugi vseobsegajoči donos, PRIH prihodki od prodaje, DTP denarni tok iz poslovanja ter kontrolni spremenljivki ZAP zaposleni in DOLG finančni dolg iz financiranja. Konstanta β predstavlja čas in družbo. Vrednosti odvisne in neodvisnih spremenljivk se v času spreminjajo.

Ker je časovni okvir spremenjen – neodvisne spremenljivke so v analizirane v času 2012–2014, odvisna pa v času 2014–2016, so deskriptivne statistike spremenljivk, upoštevajoč časovno komponento, predstavljene v tabeli 18. Spremenljivke so, razen števila zaposlenih, relativizirane s sredstvi družbe.

Tabela 18: Družina regresijskih koeficientov

Koeficient	Mini-mum	1. kvartil	Mediana	Aritmetična sredina	3. kvartil	Maksi-mum
OCI	-43,31	-1,35	0	1,35	0,96	83,19
IZID	-118,85	-1,06	10,92	16,02	38,19	103,41
PRIH	4,92	381,73	807,08	1.020,35	1.322,59	4.781,56
DTP	-55,56	39,73	69,48	82,33	110,51	343,8
ZAP	1	106,9	363,3	1.206,80	1.198	9.797
DOLG	1,36	24,93	40,75	39,69	55,52	68,49

Vir: lastno delo.

Tabela 19: Rezultati FE-regresije

Koeficient	Vrednost	Std. napaka	t	p (> t)
PRIH	-0,02	0,02	-1,09	0,28
DTP	0,25	0,11	2,31	0,025*
OCI	-0,19	0,19	-1	0,32
ZAP	0,02	0,03	0,62	0,54
DOLG	-0,22	0,66	-0,34	0,74

Legenda: * koeficient, značilen pri $\alpha < 0,05$, t-stolpec predstavlja vrednost t-testa; stolpec p (> |t|) pa verjetnost, da je koeficient značilno različen od 0.

Vir: lastno delo.

Ponovno najprej preverim p-vrednost testa za neodvisno spremenljivko OCI, ki znaša 0,32. Ta je pod značilno vrednostjo 0,05, zato zavračam tezo o povezanosti OCI in poslovnega izida družbe. Neodvisna spremenljivka DTP je statistično značilna. Kot je razvidno iz tabele 19, če se denarni tok (DTP) poveča za 1 EUR *ceteris paribus*, se v povprečju poslovni izid zviša za 0,25 EUR.

Determinacijska koeficienta novega modela znašata 0,121 in -0,45. S spreminjanjem vseh neodvisnih spremenljivk je pojasnenih 12 % spreminjanja (variance) poslovnega izida. P-vrednost FE-regresije za izbran model znaša 0,32. Zaključujem, da izbran model ni primeren, saj je mejna vrednost p-testa < 0,05, prilagojen determinacijski koeficient pa negativen.

3.4.3.2 Testiranje druge hipoteze

Druga regresijska funkcija, ki opisuje povezanost med odvisno spremenljivko DTP in uporabljenimi neodvisnimi spremenljivkami, je predstavljena v enačbi (6) in sem jo uporabila za preizkušanje hipoteze o povezavi med denarnim tokom in OCI z dvoletnim zamikom

$$DTP_{i,t+2} = \alpha + \beta_1 * OCI_{i,t} + \beta_2 * PRIH_{i,t} + \beta_3 * ZAP_{i,t} + \beta_4 * DOLG_{i,t} + u_{i,t} \quad (6)$$

pri čemer je DTP denarni tok iz poslovanja, OCI drugi vseobsegajoči donos in PRIH prihodki od prodaje. Kontrolni spremenljivki sta ZAP zaposleni in DOLG finančni dolg iz financiranja. Konstanta β predstavlja čas in družbo. Vrednosti posamezne odvisne in neodvisnih spremenljivk v času spreminjajo.

Zaradi novega časovnega zamika so deskriptivne statistike spremenljivk ponovno predstavljene v tabeli 20.

Tabela 20: Družina regresijskih koeficientov

Koeficient	Mini-mum	1. kvartil	Mediana	Aritmetična sredina	3. kvartil	Maksimum
DTP	-60,3	44,35	75,05	87,61	136,26	343,8
PRIH	4,92	323,93	729,95	976,52	1.384,64	4.090
OCI	-43,31	-1,35	0	1,35	0,96	83,19
ZAP	1	106,9	363,3	1.206,80	1.198,00	9.797
DOLG	1,36	24,93	40,75	39,69	55,52	68,59

Vir: lastno delo.

Rezultati FE-regresije so predstavljeni v tabeli 21. Najprej preverim p-vrednost testa za neodvisno spremenljivko OCI, ki znaša 0,89. Ta je pod značilno vrednostjo 0,05, zato zavračam tezo o povezanosti OCI in poslovnega izida družbe. Neodvisni spremenljivki PRIH in DOLG sta statistično značilni. Kot je razvidno iz tabele 21, če se prihodki od prodaje (PRIH) povečajo za 1 EUR *ceteris paribus*, se v povprečju denarni tok poveča za 14 centov

in če se dolg iz poslovanja (DOLG) poveča za 1 EUR *ceteris paribus*, se v povprečju denarni tok iz poslovanja zviša za 5 EUR.

Tabela 21: Rezultati FE-regresije

Koeficient	Vrednost	Std. napaka	t	p (> t)
PRIH	0,14	0,03	4,22	0,009*
OCI	-0,04	0,26	-0,14	0,89
ZAP	-0,008	0,04	-0,2	0,84
DOLG	5,08	1,41	3,59	0,007*

Legenda: * koeficient, značilen pri $\alpha < 0,001$, t-stolpec predstavlja vrednost t-testa; stolpec p (> |t|) pa verjetnost, da je koeficient značilno različen od 0.

Vir: lastno delo.

Determinacijska koeficienta novega modela znašata 0,29 in -0,16. S spreminjanjem vseh neodvisnih spremenljivk je pojasnjenih 29 % spreminjanja (variance) poslovnega izida. P-vrednost FE-regresije za izbran model znaša 0,002. Zaključujem, da je izbran model primeren, saj je mejna vrednost p-testa $< 0,05$.

SKLEP

Od leta 2012 morajo družbe, zavezane k reviziji, po SRS (ZRFRS, 2016b) razkrivati tudi izkaz vseobsegajočega donosa, ki ima dve komponenti: letne prihodke in drugi vseobsegajoči donos. Ta je praviloma razdeljen na dva dela: postavke, ki bodo lahko prenesene v IPI, in postavke, ki ne bodo prenesene v IPI.

Avtorji raziskovalnih del o OCI, pa tudi poslovodstvo in uporabniki letnih poročil, so si enotni, da je OCI volatilen med leti. Nekonstantnost le tega lahko privede do mišljenja, da poslovodstvo manipulira z računovodskimi izkazi, posledično pa tudi z izkazom poslovnega izida. Nekateri managerji bi razkrili OCI samo v izkazu gibanja kapitala, saj bi na ta način »skrili« njegovo volatilitnost. To tezo bi lahko označili kot preostro in nepošteno, saj na OCI vplivajo tudi gospodarski dogodki, ki presegajo njihov neposredni nadzor, kot so na primer cena vrednostnih papirjev ter nihanja menjalnih tečajev.

Preučitev povezave med OCI, poslovnim izidom in denarnim tokom ter ocena možnosti napovedovanja prihodnjih tokov s pomočjo OCI sta bila glavna cilja magistrskega dela. Dosegla sem ju s pomočjo ekonometrične analize. Za obdobje 2012–2016 sem iz letnih poročil družb pridobila podatke nefinančnih družb, kotirajočih na Ljubljanski borzi. S

pomočjo panelne regresije in programa R Studio sem analizirala zbrane podatke in poskusila odgovoriti na zastavljeni hipotezi o povezavi med OCI, poslovnim izidom in denarnim tokom. Z neodvisnimi spremenljivkami denarnega toka in prihodkov s časovno komponento sem ocenjevala različne modele. V prvem sklopu modelov sem upoštevala enoletni časovni zamik, v drugem pa dvoletni zamik. Pri napovedovanju poslovnega izida ima model z enoletnim časovnim zamikom boljšo pojasnjevalno moč (R^2 v vrednosti 0,29 v prvem in 0,12 v modelu $t + 2$). Nasprotno pa rezultati, povezani z napovedovanjem denarnih tokov, dajejo prednost modelu z dvoletnim časovnim zamikom. Zaključek opravljene panelne regresije je, da OCI in poslovni izid nista značilno povezana, posledično pa prvega ne moremo uporabiti kot napovedovalca prihodnjih dobičkov. Enako velja za denarne tokove in OCI. V vseh analiziranih modelih nisem uspela dokazati povezave v času $t + 1$ in času $t + 2$.

Opravljeni analiza sledi raziskavam Dhaliwala, Subramanyama in Trezevanta (1999) in Landsama, Millerja, Peasnella in Yeha (2011), ki zavračajo statistično značilnost med OCI ter poslovnim izidom. Model v magistrskem delu, ki preučuje povezanost OCI in denarnega toka, ne daje smiselnih rezultatov kot na primer raziskava Jonesa in Smitha (2011), ki sta našla statistično značilnost med omenjenima spremenljivkama. Vendar pa bi morda z večjim vzorcem družb, preučevanih v daljšem časovnem obdobju, prišla do drugačnih rezultatov. Razčlenitev OCI po postavkah bi morda dala drugačne rezultate.

Med omejitve raziskave sodi velikost vzorca. V analizo so bile vključene le gospodarske družbe, ki so v letu 2017 kotirale na Ljubljanski borzi. Vzorec je zajemal 29 slovenskih gospodarskih družb. Ta je v primerjavi s tujimi raziskavami majhen, saj slednje zajemajo daljše časovno obdobje in precej večje število družb.

Analiza je temeljila na tujih raziskavah, ki so predstavljene v magistrskem delu. Upoštevati moramo, da obstajajo razlike med družbami. Večina slovenskih podjetij, razen aktuarskih dobičkov in dobičkov iz prevrednotenja osnovnih sredstev ne razkrivajo drugih postavk OCI. Razlog zato je v nerelevantnosti – ali zaradi same narave poslovanja ali pa ker so to materialno nepomembne postavke.

Namen magistrskega dela je bil preučiti drugi vseobsegajoči donos in ga približati njegovim uporabnikom. V delu sem predstavila postavke, ki sestavljajo OCI ter njegove prednosti in slabosti. Možnosti za izboljšave vedno ostajajo. Z uveljavitvijo novega računovodskega standarda MSRP 9 Finančni instrumenti (ZRFRS, 2016a), bo razkritje OCI dobilo pomembnejšo težo v računovodskih izkazih ter odprlo nove možnosti za diskusije in raziskave.

LITERATURA IN VIRI

1. Adria Mobil, d.o.o. (2013). *Letno poročilo 2012*. Novo mesto: Adria Mobil, d.o.o.
2. Adria Mobil, d.o.o. (2014). *Letno poročilo 2013*. Novo mesto: Adria Mobil, d.o.o.
3. Adria Mobil, d.o.o. (2015). *Letno poročilo 2014*. Novo mesto: Adria Mobil, d.o.o.
4. Adria Mobil, d.o.o. (2016). *Letno poročilo 2015*. Novo mesto: Adria Mobil, d.o.o.
5. Adria Mobil, d.o.o. (2017). *Letno poročilo 2016*. Novo mesto: Adria Mobil, d.o.o.
6. Baltagi, H. B. (2008). *Econometrics*. Chichester: Springer Berlin Heidelberg.
7. Badertscher, B. A., Burks, J. J. & Easton, P. D. (2014). The Market Pricing of Other-Than-Temporary Impairments. *The Accounting Review*, 89(3), 811–838.
8. Bamber, L. S., Jiang, J. (Xuefeng), Petroni, K. R. & Wang, I. Y. (2010). Comprehensive Income: Who's Afraid of Performance Reporting? *The Accounting Review*, 85(1), 97–126.
9. Barker, R. (2004). Reporting Financial Performance. *Accounting Horizons*, 18(2), 157–172.
10. Barth, M. E., Gomez-Biscarri J., Kasznik, R. (2017). *Bank Earnings and Regulatory Capital Management using Available for Sale Securities*. Stanford: Stanford Graduate School of Business.
11. Barton, J., Hansen, T. B. & Pownall, G. (2010). Which Performance Measures Do Investors Around the World Value the Most?and Why? *The Accounting Review*, 85(3), 753–789.
12. Black, D. (2014). *Essays on Other Comprehensive Income*. Pridobljeno 20. oktobra 2017 iz <https://dukespace.lib.duke.edu/dspace/handle/10161/9393>
13. Black, D. E. (2016). Other comprehensive income: a review and directions for future research. *Accounting & Finance*, 56(1), 9–45.
14. Bregar L., Pfajfar L. & Ograjenšek I. (2009). *Osnove statistike za ekonomiste (1. zvezek)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
15. Cetis, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Celje: Cetis, d.d.
16. Cetis, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Celje: Cetis, d.d.
17. Cetis, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Celje: Cetis, d.d.
18. Cetis, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Celje: Cetis, d.d.
19. Cetis, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Celje: Cetis, d.d.
20. Chambers, D., Linsmeier, T. J., Shakespeare, C. & Sougiannis, T. (2007). An evaluation of SFAS No. 130 comprehensive income disclosures. *Review of Accounting Studies*, 12(4), 557–593.
21. Cinkarna Celje, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Celje: Cinkarna Celje, d.d.
22. Cinkarna Celje, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Celje: Cinkarna Celje, d.d.
23. Cinkarna Celje, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Celje: Cinkarna Celje, d.d.
24. Cinkarna Celje, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Celje: Cinkarna Celje, d.d.
25. Cinkarna Celje, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Celje: Cinkarna Celje, d.d.
26. Cready, W., Lopez, T. J. & Sisneros, C. A. (2010). The Persistence and Market Valuation of Recurring Nonrecurring Items. *The Accounting Review*, 85(3), 1577–1615.

27. DARS – Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Celje: Dars d.d.
28. DARS – Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Celje: Dars d.d.
29. DARS – Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Celje: Dars d.d.
30. DARS – Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Celje: Dars d.d.
31. DARS – Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Celje: Dars d.d.
32. Datalab, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Ljubljana: Datalab d.d.
33. Datalab, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Ljubljana: Datalab d.d.
34. Datalab, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Ljubljana: Datalab d.d.
35. Datalab, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Ljubljana: Datalab d.d.
36. Datalab, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Ljubljana: Datalab d.d.
37. Delo prodaja, d.d. (2013). *Letno poročilo skupine Delo prodaja, d.d. za leto 2012*. Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
38. Delo prodaja, d.d. (2014). *Letno poročilo skupine Delo prodaja, d.d. za leto 2013*. Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
39. Delo prodaja, d.d. (2015). *Letno poročilo skupine Delo prodaja, d.d. za leto 2014*. Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
40. Delo prodaja, d.d. (2016). *Letno poročilo skupine Delo prodaja, d.d. za leto 2015*. Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
41. Delo prodaja, d.d. (2017). *Letno poročilo skupine Delo prodaja, d.d. za leto 2016*. Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
42. DZS – Državna založba Slovenije, d.d. (2013). *Konsolidirano letno poročilo 2012*. Ljubljana: DZS d.d.
43. DZS – Državna založba Slovenije, d.d. (2014). *Konsolidirano letno poročilo 2013*. Ljubljana: DZS d.d.
44. DZS – Državna založba Slovenije, d.d. (2015). *Konsolidirano letno poročilo 2014*. Ljubljana: DZS d.d.
45. DZS – Državna založba Slovenije, d.d. (2016). *Konsolidirano letno poročilo 2015*. Ljubljana: DZS d.d.
46. DZS – Državna založba Slovenije, d.d. (2017). *Konsolidirano letno poročilo 2016*. Ljubljana: DZS d.d.
47. Detzen, D. (2016). From compromise to concept? A review of other comprehensive income. *Accounting and Business Research*, 46(7), 760–783.
48. Dhaliwal, D., Subramanyam, K. R. & Trezevant, R. (1999). Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance? *Journal of Accounting and Economics*, 26(1–3), 43–67.

49. Dong, M., Ryan, S. & Zhang, X.-J. (2014). Preserving amortized costs within a fair-value-accounting framework: reclassification of gains and losses on available-for-sale securities upon realization. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 242–280.
50. Emrick, C., Wasden, M. & Young, R. (2006). *Moody's Approach to Other Comprehensive Income Items when Calculating Effective Leverage for Finance Companies*. Pridobljeno 1. septembra 2017 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=959014
51. FASB – Financial Accounting Standards Board. (2011). *Accounting Standards Codification*. Norwalk CT: FASB.
52. FDIC – Federal Deposit Insurance Corporation. (2013). *Regulatory Capital Rules: Regulatory Capital, Implementation of Basel III, Capital Adequacy, Transition Provisions, Prompt Corrective Action, Standardized Approach for Risk-Weighted Assets, Market Discipline and Disclosure Requirements, Advanced Approaches Risk-Based Capital Rule, and Market Risk Capital Rule*. Washington DC: FDIC
53. Goncharov, I. & Hodgson, A. (2011). Measuring and Reporting Income in Europe. *Journal of International Accounting Research*, 10(1), 27–59.
54. Gorenje, d.d. (2013). *Letno poročilo skupine Gorenje, d.d. za leto 2012*. Velenje: Gorenje, d.d.
55. Gorenje, d.d. (2014). *Letno poročilo skupine Gorenje, d.d. za leto 2013*. Velenje: Gorenje, d.d.
56. Gorenje, d.d. (2015). *Letno poročilo skupine Gorenje, d.d. za leto 2014*. Velenje: Gorenje, d.d.
57. Gorenje, d.d. (2016). *Letno poročilo skupine Gorenje, d.d. za leto 2015*. Velenje: Gorenje, d.d.
58. Gorenje, d.d. (2017). *Letno poročilo skupine Gorenje, d.d. za leto 2016*. Velenje: Gorenje, d.d.
59. Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics*. New York: The McGraw-Hill Companies.
60. Hodder, L. D., Hopkins, P. E. & Wahlen, J. M. (2006). Risk-Relevance of Fair-Value Income Measures for Commercial Banks. *The Accounting Review*, 81(3), 337–375.
61. Impol 2000, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Impol 2000, d.d. za leto 2012*. Slovenska Bistrica: Impol 2000, d.d.
62. Impol 2000, d.d. (2014). *Letno poročilo skupine Impol in družbe Impol 2000, d.d. za leto 2013*. Slovenska Bistrica: Impol 2000, d.d.
63. Impol 2000, d.d. (2015). *Letno poročilo skupine Impol in družbe Impol 2000, d.d. za leto 2014*. Slovenska Bistrica: Impol 2000, d.d.
64. Impol 2000, d.d. (2016). *Letno poročilo skupine Impol in družbe Impol 2000, d.d. za leto 2015*. Slovenska Bistrica: Impol 2000, d.d.
65. Impol 2000, d.d. (2017). *Letno poročilo skupine Impol in družbe Impol 2000, d.d. za leto 2016*. Slovenska Bistrica: Impol 2000, d.d.
66. Inles, d.d. (2013). *Letno poročilo skupine Inles, d.d. za leto 2012*. Ribnica: Inles, d.d.
67. Inles, d.d. (2014). *Letno poročilo skupine Inles, d.d. za leto 2013*. Ribnica: Inles, d.d.
68. Inles, d.d. (2015). *Letno poročilo skupine Inles, d.d. za leto 2014*. Ribnica: Inles, d.d.

69. Inles, d.d. (2016). *Letno poročilo skupine Inles, d.d. za leto 2015*. Ribnica: Inles, d.d.
70. Inles, d.d. (2017). *Letno poročilo skupine Inles, d.d. za leto 2016*. Ribnica: Inles, d.d.
71. Intereuropa, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Koper: Intereuropa, d.d.
72. Intereuropa, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Koper: Intereuropa, d.d.
73. Intereuropa, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Koper: Intereuropa, d.d.
74. Intereuropa, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Koper: Intereuropa, d.d.
75. Intereuropa, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Koper: Intereuropa, d.d.
76. Jones, D. A. & Smith, K. J. (2011). Comparing the value relevance, predictive value, and persistence of other comprehensive income and special items. *Accounting Review*, 86 (6), 2047-2073
77. Kanagaretnam, K., Mathieu, R. & Shehata, M. (2009). Usefulness of comprehensive income reporting in Canada. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 349–365.
78. Khan, S. & Bradbury, M. E. (2016). The volatility of comprehensive income and its association with market risk. *Accounting & Finance*, 56(3), 727–748.
79. Kompas mejni turistični servis, d.d. (2013). *Letno poročilo skupine Kompas MTS in družbe Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas mejni turistični servis, d.d.
80. Kompas mejni turistični servis, d.d. (2014). *Letno poročilo skupine Kompas MTS in družbe Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas mejni turistični servis, d.d.
81. Kompas mejni turistični servis, d.d. (2015). *Letno poročilo skupine Kompas MTS in družbe Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas mejni turistični servis, d.d.
82. Kompas mejni turistični servis, d.d. (2016). *Letno poročilo skupine Kompas MTS in družbe Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas mejni turistični servis, d.d.
83. Kompas mejni turistični servis, d.d. (2017). *Letno poročilo skupine Kompas MTS in družbe Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas mejni turistični servis, d.d.
84. Krka, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Novo mesto: Krka, d.d.
85. Krka, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Novo mesto: Krka, d.d.
86. Krka, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Novo mesto: Krka, d.d.
87. Krka, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Novo mesto: Krka, d.d.
88. Krka, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Novo mesto: Krka, d.d.
89. Landsman, W. R., Miller, B. L., Peasnell, K. & Yeh, S. (2011). Do Investors Understand Really Dirty Surplus? *The Accounting Review*, 86(6), 237–258.
90. Lee, Y.-J., Petroni, K. R., Shen, M. & Hirst, D. E. (2006). Cherry Picking, Disclosure Quality, and Comprehensive Income Reporting Choices: The Case of Property-Liability Insurers Discussion of "Cherry Picking, Disclosure Quality, and Comprehensive Income Reporting Choices: The Case of Property-Liability Insurers" *Contemporary Accounting Research*, 23(3), 655–700.
91. Ljubljanska borza (2017). *Borzni podatki*. Pridobljeno 20. decembra 2017 iz <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8251>
92. Luka Koper, d.d. (2013). *Letno poročilo skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d. 2012*. Koper: Luka Koper, d.d.
93. Luka Koper, d.d. (2014). *Letno poročilo skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d. 2013*. Koper: Luka Koper, d.d.

94. Luka Koper, d.d. (2015). *Letno poročilo skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d. 2014*. Koper: Luka Koper, d.d.
95. Luka Koper, d.d. (2016). *Letno poročilo skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d. 2015*. Koper: Luka Koper, d.d.
96. Luka Koper, d.d. (2017). *Letno poročilo skupina Luka Koper in Luka Koper, d.d. 2016*. Koper: Luka Koper, d.d.
97. Melamin, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Kočevje: Melamin, d.d.
98. Melamin, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Kočevje: Melamin, d.d.
99. Melamin, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Kočevje: Melamin, d.d.
100. Melamin, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Kočevje: Melamin, d.d.
101. Melamin, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Kočevje: Melamin, d.d.
102. Mlinotest, d.d. (2013). *Letno poročilo za leto 2012*. Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
103. Mlinotest, d.d. (2014). *Letno poročilo za leto 2013*. Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
104. Mlinotest, d.d. (2015). *Letno poročilo za leto 2014*. Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
105. Mlinotest, d.d. (2016). *Letno poročilo za leto 2015*. Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
106. Mlinotest, d.d. (2017). *Letno poročilo za leto 2016*. Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
107. Nama, d.d. (2013). *Revidirano letno poročilo o poslovanju družbe za leto 2012*. Ljubljana: Nama, d.d.
108. Nama, d.d. (2014). *Revidirano letno poročilo o poslovanju družbe za leto 2013*. Ljubljana: Nama, d.d.
109. Nama, d.d. (2015). *Revidirano letno poročilo o poslovanju družbe za leto 2014*. Ljubljana: Nama, d.d.
110. Nama, d.d. (2016). *Revidirano letno poročilo o poslovanju družbe za leto 2015*. Ljubljana: Nama, d.d.
111. Nama, d.d. (2017). *Revidirano letno poročilo o poslovanju družbe za leto 2016*. Ljubljana: Nama, d.d.
112. Nika, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Brežice: Nika, d.d.
113. Nika, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Brežice: Nika, d.d.
114. Nika, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Brežice: Nika, d.d.
115. Nika, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Brežice: Nika, d.d.
116. Nika, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Brežice: Nika, d.d.
117. Nissim, D. (2011). *Relative Valuation of U. S. Insurance Companies*. New York: Columbia Business School.
118. Odar, M. (2017). Izkaz drugega vseobsegajočega donosa. *IKS*, 1(1), 50 – 51.
119. Ohlson, J. A. (1999). On Transitory Earnings. *Review of Accounting Studies*, 4(3/4), 145–162.
120. Papa, V. T. (2015). The Importance of Comprehensive Income for Banks. *CFA Institute Magazine*. Pridobljeno 20. oktobra 2017 iz <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v26.n3.14>
121. Papa, V. T., Petres, S. J., Schacht, K. N. & Lu, S. (2015). *Analyzing Bank Performance: Role of Comprehensive Income*. New York: CFA Institute.
122. Petrol, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Ljubljana: Petrol, d.d.

123. Petrol, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Ljubljana: Petrol, d.d.
124. Petrol, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Ljubljana: Petrol, d.d.
125. Petrol, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Ljubljana: Petrol, d.d.
126. Petrol, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Ljubljana: Petrol, d.d.
127. Pfajfar L. (2006). *Ekonometrija*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta
128. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
129. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
130. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
131. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
132. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
133. R Core Team and contributors worldwide. (2017). stats (Version 3.6.0). Pridobljeno 5. aprila 2018 iz <http://stat.ethz.ch/R-manual/R-devel/library/stats/html/stats-package.html>
134. Rees, L. L. & Shane, P. B. (2012). Academic research and standard-setting: The case of other comprehensive income. *Accounting Horizons*, 26(4), 789-815
135. Salus, d.d. (2013). *Konsolidirano letno poročilo skupine Salus in delniške družbe Salus, Ljubljana, d.d. za leto 2012*. Ljubljana: Salus, d.d.
136. Salus, d.d. (2014). *Konsolidirano letno poročilo skupine Salus in delniške družbe Salus, Ljubljana, d.d. za leto 2013*. Ljubljana: Salus, d.d.
137. Salus, d.d. (2015). *Konsolidirano letno poročilo skupine Salus in delniške družbe Salus, Ljubljana, d.d. za leto 2014*. Ljubljana: Salus, d.d.
138. Salus, d.d. (2016). *Konsolidirano letno poročilo skupine Salus in delniške družbe Salus, Ljubljana, d.d. za leto 2015*. Ljubljana: Salus, d.d.
139. Salus, d.d. (2017). *Konsolidirano letno poročilo skupine Salus in delniške družbe Salus, Ljubljana, d.d. za leto 2016*. Ljubljana: Salus, d.d.
140. SIJ – Slovenska industrija jekla, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Ljubljana: SIJ, d.d.
141. SIJ – Slovenska industrija jekla, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Ljubljana: SIJ, d.d.
142. SIJ – Slovenska industrija jekla, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Ljubljana: SIJ, d.d.
143. SIJ – Slovenska industrija jekla, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Ljubljana: SIJ, d.d.
144. SIJ – Slovenska industrija jekla, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Ljubljana: SIJ, d.d.
145. Telekom Slovenije, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
146. Telekom Slovenije, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
147. Telekom Slovenije, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.

148. Telekom Slovenije, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
149. Telekom Slovenije, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
150. Terme Čatež, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Brežice: Terme Čatež, d.d.
151. Terme Čatež, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Brežice: Terme Čatež, d.d.
152. Terme Čatež, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Brežice: Terme Čatež, d.d.
153. Terme Čatež, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Brežice: Terme Čatež, d.d.
154. Terme Čatež, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Brežice: Terme Čatež, d.d.
155. Terme Dobrna, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
156. Terme Dobrna, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
157. Terme Dobrna, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
158. Terme Dobrna, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
159. Terme Dobrna, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
160. Tovarna olja Gea, d.d. (2013). *Letno poročilo Tovarne olja Gea, d.d. za leto 2012*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja Gea, d.d.
161. Tovarna olja Gea, d.d. (2014). *Letno poročilo Tovarne olja Gea, d.d. za leto 2013*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja Gea, d.d.
162. Tovarna olja Gea, d.d. (2015). *Letno poročilo Tovarne olja Gea, d.d. za leto 2014*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja Gea, d.d.
163. Tovarna olja Gea, d.d. (2016). *Letno poročilo Tovarne olja Gea, d.d. za leto 2015*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja Gea, d.d.
164. Tovarna olja Gea, d.d. (2017). *Letno poročilo Tovarne olja Gea, d.d. za leto 2016*. Slovenska Bistrica: Tovarna olja Gea, d.d.
165. Trapletti, A., Hornik, K. & LeBaron, B. (2018). tseries: Time Series Analysis and Computational Finance (Version 0.10-44). Pridobljeno 17. aprila 2018 iz <https://cran.r-project.org/web/packages/tseries/index.html>
166. UMAR – Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. (2016). *Poročilo o razvoju 2016*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
167. Union hoteli, d.d. (2013). *Letno poročilo družbe in skupine Union hoteli 2012*. Ljubljana: Union hoteli, d.d.
168. Union hoteli, d.d. (2014). *Letno poročilo družbe in skupine Union hoteli 2013*. Ljubljana: Union hoteli, d.d.
169. Union hoteli, d.d. (2015). *Letno poročilo družbe in skupine Union hoteli 2014*. Ljubljana: Union hoteli, d.d.
170. Union hoteli, d.d. (2016). *Letno poročilo družbe in skupine Union hoteli 2015*. Ljubljana: Union hoteli, d.d.
171. Union hoteli, d.d. (2017). *Letno poročilo družbe in skupine Union hoteli 2016*. Ljubljana: Union hoteli, d.d.
172. Unior kovaška industrija, d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Zreče: Unior, d.d.
173. Unior kovaška industrija, d.d. (2014). *Letno poročilo 2013*. Zreče: Unior, d.d.
174. Unior kovaška industrija, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Zreče: Unior, d.d.

- 175.Unior kovaška industrija, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Zreče: Unior, d.d.
- 176.Unior kovaška industrija, d.d. (2017). *Letno poročilo 2016*. Zreče: Unior, d.d.
- 177.Verbič, M., Rogelj, R. & Pfajfar, L. (2014). *Ekonometrični obrazci in postopki*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- 178.Wang, B. (2011). Package »bstats«. R-project. Pridobljeno 1. maja 2018 iz <http://www2.uaem.mx/r-mirror/web/packages/bstats/bstats.pdf>
- 179.Williams, R. (2015). *Multicollinearity*. Paris: University of Notre Dame
- 180.Zakon o gospodarskih družbah. (2006). Uradni list Republike Slovenije, št. 42/06
- 181.Zdravilišče Rogaška, d.d. (2013). *Konsolidirano letno poročilo za poslovno leto, ki se je končalo 31.decembra 2012*. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška, d.d.
- 182.Zdravilišče Rogaška, d.d. (2014). *Konsolidirano letno poročilo za poslovno leto, ki se je končalo 31.decembra 2013*. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška, d.d.
- 183.Zdravilišče Rogaška, d.d. (2015). *Konsolidirano letno poročilo za poslovno leto, ki se je končalo 31.decembra 2014*. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška, d.d.
- 184.Zdravilišče Rogaška, d.d. (2016). *Konsolidirano letno poročilo za poslovno leto, ki se je končalo 31.decembra 2015*. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška, d.d.
- 185.Zdravilišče Rogaška, d.d. (2017). *Konsolidirano letno poročilo za poslovno leto, ki se je končalo 31.decembra 2016*. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška, d.d.
- 186.ZRFRS – Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije. (2016a). *MSRP – Mednarodni standardi računovodskega poročanja*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
- 187.ZRFRS – Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije. (2016b). *SRS – Slovenski računovodski standardi*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.